

I PRODOTTI STRUTTURATI: PROFILI TECNICI, LEGALI E DI VIGILANZA

“The Adam Smith Society”

Milano - 19 maggio 2005

Palazzo delle Stelline

Corso Magenta, 61

Marco Bartolomei - Responsabile Consulenza Legale e Contenzioso Banca Opi S.p.A. - Gruppo Sanpaolo IMI

SOMMARIO

- *I PRINCIPALI MODELLI CONTRATTUALI*
- *RILEVANTI NOVITA' INTRODOTTE
CON L'ISDA 2002*
- *IL CONTRATTO EMA*
- *LE TECNICHE NEGOZIALI DEI CONTRATTI
DERIVATI OVER THE COUNTER*
- *OPERATORE QUALIFICATO: IL CASO ENTI LOCALI*
- *GIURISPRUDENZA*

I PRINCIPALI MODELLI CONTRATTUALI

La standardizzazione dei modelli contrattuali.

La diffusione dei contratti derivati e la standardizzazione della relativa documentazione, sono fenomeni fortemente correlati. L'incertezza in merito alla tutela giuridica di fronte a tali contratti, costituisce un ostacolo all'ingresso dei partecipanti al mercato e comunque ne fa lievitare i costi della partecipazione.

**L'UNICO LIMITE ALLO SVILUPPO
DEI PRODOTTI
DERIVATI È COSTITUITO DALLA
FANTASIA DEGLI OPERATORI.**

Il Rischio Giuridico

E' costituito dal rischio che attiene alla violazione di norme primarie e secondarie, di regolamenti attuativi o prassi di mercato.



Contratti non correttamente documentati e non legalmente efficaci.

Una corretta redazione dei contratti contribuisce a ridurre il rischio giuridico.

Contenimento del rischio giuridico

I contratti derivati O.T.C. sono oggi normalmente regolati da contratti standard che tendono, per quanto possibile, a disciplinare tutte le operazioni del medesimo genere stipulate tra le parti dando luogo a relazioni contrattuali che rendono meno necessarie complesse negoziazioni precontrattuali prima di ciascuna nuova operazione (alternativa “Long Confirmations”).

I prevalenti standard contrattuali in Europa

Regno Unito: ISDA

FRABBA TERMS

IFEMA

ICOM

Francia: ISDA

CONVENTION-CADRE

Germania: ISDA

RAHMENVERTRAG

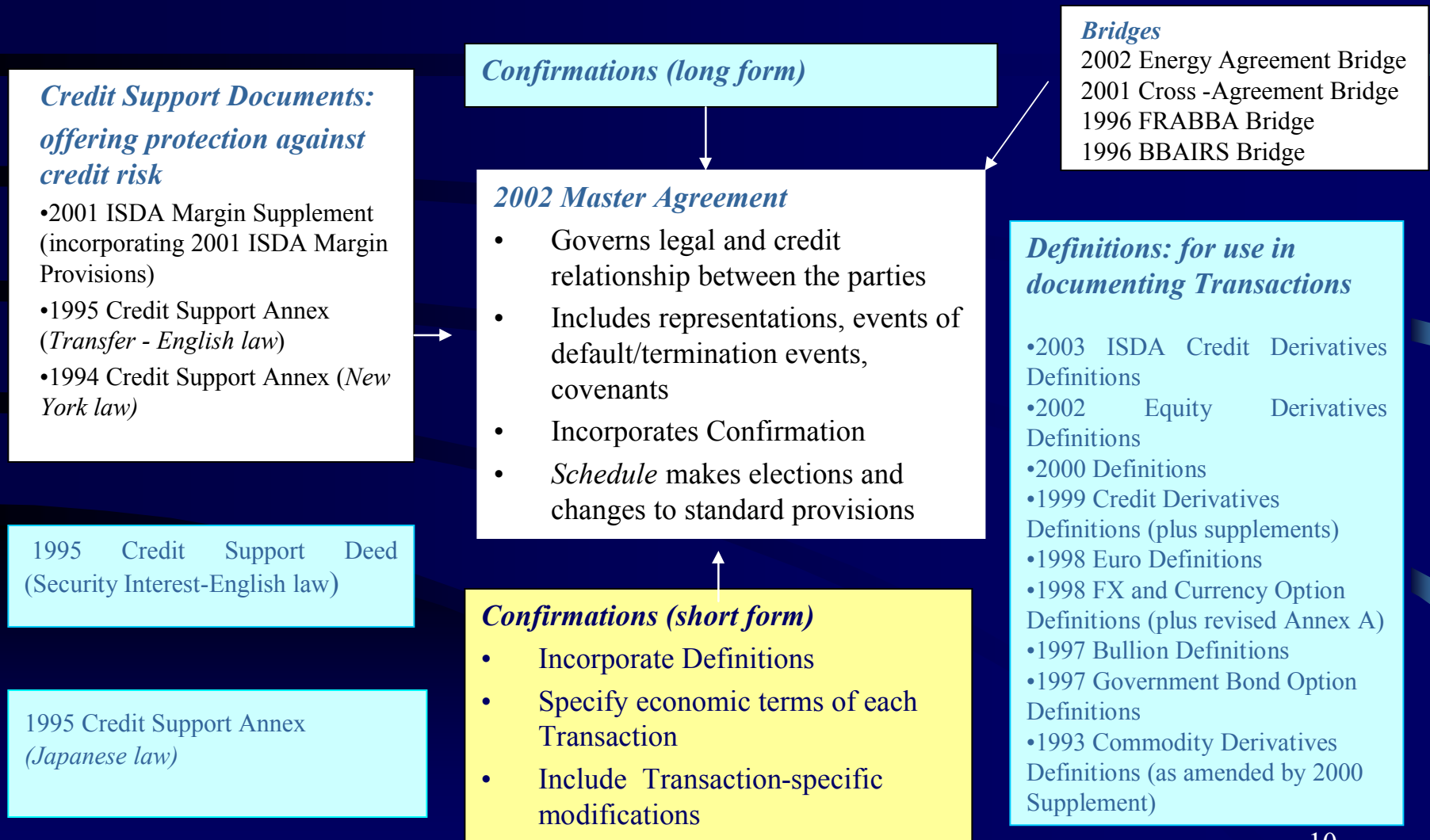
Italia: ABI

ISDA

Altri paesi europei

Anche in altri paesi europei, oltre ai precedenti, vengono utilizzati, accanto al contratto ISDA, altri contratti standard disciplinanti prevalentemente da operazioni domestiche, assoggettati per lo più ai locali diritti nazionali e promossi talvolta dalle locali associazioni bancarie.

ISDA Agreement Structure



***RILEVANTI NOVITA' INTRODOTTE CON
L'ISDA 2002***

Events of Default

- **Failure to pay or deliver (Section 5 (a)(i)):** *grace period* ridotto;
- **Local Delivery day:** definizione di nuova introduzione;
- **Breach of Agreement; Repudiation of Agreement (Section 5 (a)(ii)),** concetto più esteso del precedente che copre qualunque “disconoscimento” (totale o parziale) del Master, di qualunque Confirmation o Transaction (no *grace period*);
- **Default Under Specified Transaction:** la definizione di Specified Transaction è stata ampliata per ricomprendere i contratti derivati di ultima generazione (credit/weather derivatives);
- **Cross Default (Section 5 (a) (vi)):** ricorrendo entrambe le ipotesi *a*)(Acceleration) e *b*)(Failure to pay) i rispettivi importi possono sommarsi tra loro (ai fini del calcolo del Threshold Amount);
- **Bankruptcy (Section 5 (a)(vii)):** si riducono le ipotesi in cui si applicano i *grace periods* e, dove applicabili, i loro eventuali termini.

Termination Events

- **Illegality and Force Majeure Event (nuova introduzione) Section 5 (b):** si applicano ora anche alla Parte e al garante (Credit Support Provider) (sub '92 form, si applicavano solo all'Office che eseguiva o riceveva i pagamenti o le consegne);
- **Credit Event Upon Mergers:** recepimento nel Master di formule già abitualmente in uso sui mercati.

Hierarchy of Events

Più precisa rispetto alla formulazione del 92, la Section 5 (c) prevede, ad es., che qualora un evento o una circostanza qualificati come Illegality o Force Majeure Event, diano al contempo luogo a conseguenze “materiali” nel rapporto (e.g. Failure to Pay or Deliver, Breach of Agreement), nondimeno, saranno trattati come tali. Allorquando, invece, diano ugualmente luogo ad altri Events of Defaults o Termination Event, prevarranno queste ultime qualificazioni. Qualora un evento o una circostanza possano essere al contempo qualificati come Illegality o Force Majeure Event, dovranno essere trattati come Illegality (Waiting Period ridotto 3gg. e non 8).

Close-Out Provisions

- Il **Close-Out Amount** sostituisce la precedente scelta della metodologia di calcolo delle somme da pagare in caso di **Terminated Transaction** (tra **Market Quotation and Loss**).
- **Esclusa definitivamente la scelta del First Method.**
- **Set-Off, non prevista nella versione '92, la compensazione viene recepita (Section 6 (f)) nella formulazione, abitualmente in uso, e tratta dalla User's Guide to the 1992 Agreement.**

Interest and Compensation

Consolida e adegua (Section 9(h)) i principi relativi ad interessi ed indennizzi da corrispondersi in caso di Early Termination e prevede uno specifico indennizzo in caso di mancata consegna di strumenti finanziari .

Offices; Multibranch Parties

La scelta effettuata di qualificarsi “multibranch”, comporta una responsabilità della branch identica a quella della “casa madre”, con l’eccezione per il Waiting Period durante il quale le parti non hanno ricorso verso la “casa madre” (Section 10 (a)).

Jurisdiction

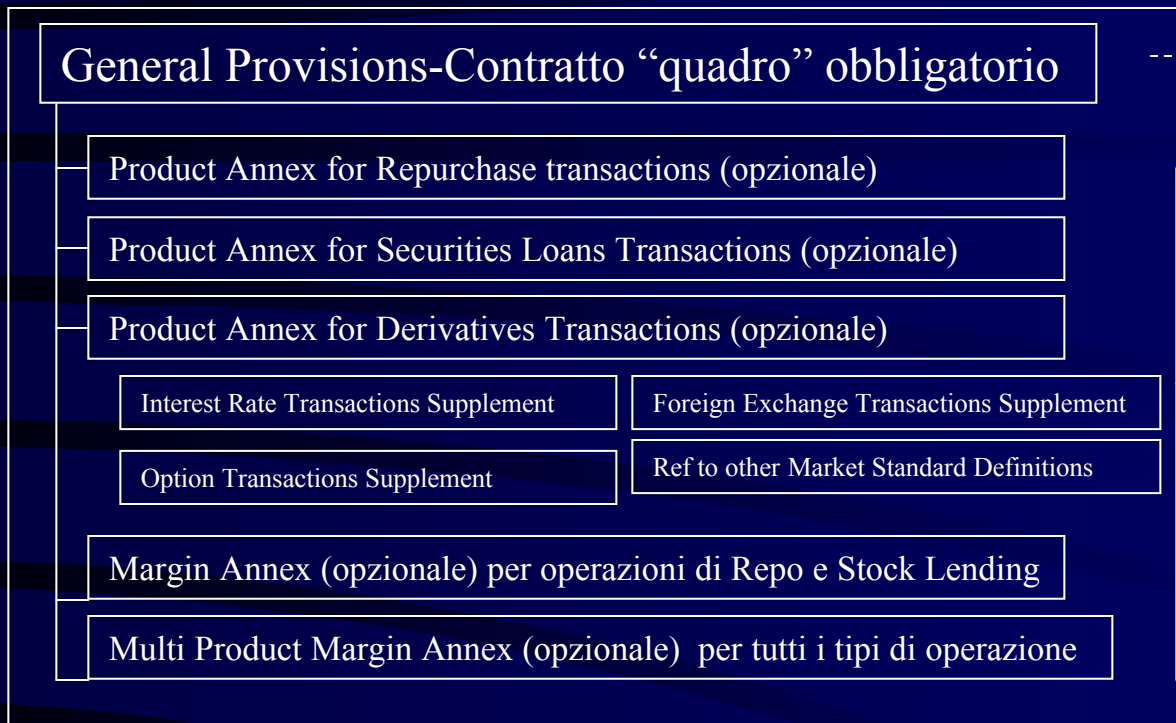
Esplicito riconoscimento del principio della “*non-exclusive jurisdiction*” (Section 13). Eccezioni: Danimarca, Islanda, Norvegia, Polonia, Svizzera rispetto alle quali continua ad essere applicabile il principio della giurisdizione esclusiva delle corti inglesi.

Ulteriori modifiche

- **Condition Precedent:** se aggiuntive a quelle previste, debbono essere espressamente indicate come tali (ai fini delle Sections (a)(iii)(1) e(2));
- **Payment Netting:** resa più chiara della versione '92, (“Multiple Transaction Payment Netting will apply”);
- **Representations:** Absence of Litigations ora applicabile solo alle Specified Entities e non più a qualunque Affiliate (Section 3 (c));
- **New technology:** possono crearsi Confirmations via e-mail e, tranne per le ipotesi sub Sections 5 o 6, si può “notificare” via e-mail.

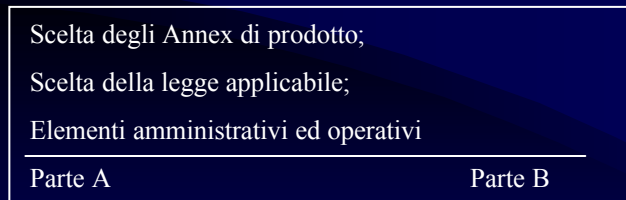
IL CONTRATTO EMA

Schema riassuntivo generale



Parte comune e costante
Termini legali ed operativi

Termini legali ed operativi costanti



Operazione 1

Operazione 2

Operazione n

Special Provisions (o clausole negoziate per includere e/o possibilmente modificare e/o integrare GP e Annexes eventualmente con riferimenti a definizioni rinvenibili in altri standard contrattuali in uso sui mercati)

Termini legali ed operativi negoziati e singolarmente convenuti tra le parti

Conferme

L'European Master Agreement for Financial Transactions (EMA)

Descrizione e scopi del progetto:

gennaio 2001, pubblicato l'EMA promosso dalla Federazione Bancaria Europea, originariamente per disciplinare le operazioni di repo e di prestito di titoli; valida alternativa a termini contrattuali propri dei sistemi di common-law, in un contesto comunitario nel quale i sistemi giuridici sono prevalentemente di derivazione romanistica;

(segue)

- consolida in un solo set di documenti armonizzati tra di loro, principi radicati in diversi contratti quadro utilizzati entro la zona dell'euro e di taluni paesi vicini, sia per operazioni di repo e di prestito titoli sia per operazioni in derivati;
- le controparti di un EMA, sono in grado di scegliere la legge applicabile, la giurisdizione e la lingua contrattuale;

(segue)

- potrebbe rimpiazzare i contratti quadro attualmente esistenti secondo le leggi dei vari paesi dell'Europa continentale che vengono usati prevalentemente anche se non in via esclusiva in un contesto domestico;
- comunque adatto anche per operazioni transfrontaliere ed in particolare in Europa.

Auspiciabili benefici attesi

- singola fonte contrattuale per le operazioni di netting e di marginazione;
- armonizzazione con previsioni contrattuali di PSA/ISMA, ISLA e ISDA Masters;
- un modello contrattuale da utilizzare come standard per quei paesi che attualmente ne sono privi;
- riduzione del numero dei contratti quadro in circolazione ed una concomitante riduzione dei costi operativi associati ad essi.

General Provisions

Si applicano ad ogni specie di operazione finanziaria e si tratta di clausole generalmente presenti in ogni contratto quadro.

Contengono:

una clausola introduttiva riguardante lo scopo e la struttura del contratto e la risoluzione di esso (Section 1),

Clausole specifiche relative a:

conferme delle operazioni, pagamenti, consegne (Sections 2 e 3), tassazione (Section 4), rappresentazioni ordinarie (Section 5),

(segue)

circostanze in presenza delle quali si verifica la risoluzione del contratto e relativi effetti (Section 6), determinazione della legge applicabile e del foro competente (Section 11);

Special Provisions:

unico documento contrattuale a dover essere firmato dalle parti;
incorporano riferimenti alle General Provisions ed agli Annexes
e contengono qualunque clausola integrativa o modificativa
convenuta tra le parti;
sanciscono la scelta effettuata dalle parti in merito a legge
applicabile e foro competente.

Product Annex for:

Repurchase Transactions

Securities Loans Transactions

(segue)

Derivatives Transactions:

- Interest Rate Transactions Supplement
- Foreign Exchange Transactions Supplement
- Option Transactions Supplement

E' IN FASE DI REDAZIONE UN SUPPLEMENTO RELATIVO A
PRODOTTI DERIVATI SU EQUITY

Margin Maintenance Annex

(for Repurchase Transactions and Securities Loans)

Contiene previsioni specifiche riguardanti la marginazione di tali operazioni.

Multi Product Margin Annex

utilizzabile per la marginazione a garanzia di tutti i prodotti regolati dall'EMA.

Caratteristiche essenziali:

struttura multi prodotto

contratto multi-giurisdizionale

contratto multi-lingue

***LE TECNICHE NEGOZIALI DEI CONTRATTI
DERIVATI OVER THE COUNTER***

Esempi di struttura generale e finalità

SCHEDULE ISDA

- Part 1: Termination Provision;
- Part 2: Tax Representation;
- Part 3: Agreement to Deliver Documents;
- Part 4: Miscellaneous;
- Part 5: Other Provisions.

(segue)

Principali finalità:

- adeguare il contratto Master alle caratteristiche della controparte e al tipo di transazione (quest'ultima meglio definita e disciplinata nella conferma).

Scopo di tali modifiche:

- evitare liti in generale, o quantomeno ridurre la probabilità dell'insorgenza di contenzioso (minimizzare il rischio giuridico);
- evitare perdite che non siano direttamente dovute agli economics dell'operazione

(segue) basic check list

Principali aspetti ed elementi da analizzare:

- correttezza dei dati “anagrafici” identificativi della controparte;
- status giuridico (intermediario finanziario, corporate, ente pubblico);
- sussistenza di eventuali accordi negoziali con la controparte;
- valutazione del merito di credito della controparte (anche al fine di verificare la necessità/opportunità di inserire in contratto clausole *ad hoc* regolanti taluni peculiari aspetti: e.g. garanzie, risoluzione anticipata, dichiarazioni aggiuntive);

(segue)

- finalità dell'operazione:
 - hedging;
 - trading;
 - positioning;
- datazione:
 - data a partire dalla quale iniziano a decorre i rischi di mercato, di credito e giuridico;
 - data a partire dalla quale inizia, ovvero si interrompe, il decorso degli interessi (rilevante prevalentemente nelle conferme).

OPERAZIONI COMPLESSE

E' buona regola operativa concordare con la controparte, in fase di negoziazione, il maggior numero di definizioni, termini e condizioni possibili da inserire in contratto.

***OPERATORE QUALIFICATO:
IL CASO ENTI LOCALI.***

Inquadramento normativo generale:

L'Art. 1, comma 3 del TUF (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) definisce “strumenti finanziari derivati” gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lett. f), g), h), i) e j) dello stesso Art. 1 (futures, options, swaps, combinazioni di tali strumenti).

Normativa di riferimento

- D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo Unico della Finanza);
- Delibera Consob 1 luglio 1998, n. 11522 (Regolamento di attuazione del TUF);
- Disciplina specialistica (e.g.):
 - D.M. 389/03 (Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, si sensi dell'articolo 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448)
 - Circolare del Ministero dell'economia e delle finanze del 27 maggio 2004

L'Art. 18 del TUF (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) prevede che il Ministro del Tesoro (ora MEF), sentite Banca d'Italia e Consob, “può individuare, al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi di investimento.....”

(segue)

- Regolamenti attuativi della normativa in tema di prestazione di servizi d'investimento (Del. Consob 11522/98 e successive modificazioni, di disciplina degli intermediari)
- Progetto di revisione avviato dalla Consob nel marzo 2003. La revisione del Regolamento Intermediari è stata (almeno per il momento) sospesa in attesa di una più compiuta definizione del quadro normativo comunitario (nuova direttiva sui servizi d'investimento c.d. MiFiD n. 39/2004).

Le parti

Per caratteristiche e finalità il contratto derivato è stipulato tra controparti in possesso di significativa esperienza nel settore degli strumenti finanziari (c.d. “Operatori qualificati” ex art. 31 del Regolamento intermediari).

Operatore qualificato (soggetto in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari) 2 categorie:

1) Soggetti considerati di per sé “professionali”, salvo che chiedano espressamente di essere trattati come “non professionali” (non vi sono espressamente compresi né PMI, né Regioni ed enti locali territoriali ancorché si richiama società ed “enti emittenti strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati”),

2) Soggetti che possono essere trattati come “professionali” solo se lo richiedono espressamente.

(segue)

- Nei rapporti tra intermediari ed operatori qualificati **NON** si applicano talune norme “di garanzia” previste per la clientela c.d. *retail*, relative principalmente ai doveri di informativa precontrattuale e di rendicontazione.
- La disapplicazione di dette norme si giustifica (ex art. 6, comma 2 TUF) sulla base del principio per cui le regole di comportamento degli intermediari devono tenere conto delle diverse esigenze di tutela degli investitori desumibili dalla [loro] qualità ed esperienza professionale.

La nuova formulazione dell'Art. 31 ampliava la categoria degli O.Q. richiamando criteri non solo “qualitativi”, ma anche “quantitativi” (dati di bilancio, fatturato netto, patrimonio netto, etc.), persone fisiche O.Q. su esplicita richiesta quando potevano documentare almeno 2 dei 3 requisiti:

(segue)

1. un n. minimo di operazioni effettuate, aventi importi minimi predefiniti, nell'anno precedente;
2. avere disponibilità liquide e in strumenti finanziari significative ($> 0,5$ m €);
3. possesso di requisiti di professionalità nel settore finanziario e competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari.

Regioni ed enti locali territoriali, abilitati ad emettere titoli obbligazionari (BOR, BOC, BOP) quotabili, pertanto riconducibili, ex lettera a) Art. 31 del Regolamento Intermediari al concetto di “enti emittenti strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati”.

Tale possibilità di “emettere titoli obbligazionari **quotabili**”, deve essere considerata congiuntamente ad altri fattori apprezzabili di volta in volta sulla base dei casi concreti.

GIURISPRUDENZA

Tribunale di Mantova, Sez. II, 3 febbraio 2005

- Giudice Unico;
- PRINCIPALI QUESTIONI OGGETTO DI PRONUNCIA:
Operazione su derivati; Obbligo di fornire adeguata informazione;
Conoscenza del mercato da parte dei risparmiatori; Adeguatazza delle operazioni e obbligo di informazione [artt. 28 e 29, Reg. Consob n. 11522/98].

Nonostante “la mancata indicazione di quali singole operazioni abbiano provocato perdite, le documentate speculazioni sui corsi dei B.T.P. decennali e trentennali, la loro frequenza anche infragiornaliera e la diversa tipologia degli ordini di borsa impartiti, costituiscono concordanti elementi dai quali è possibile desumere la profonda conoscenza da parte dei risparmiatori delle regole del mercato borsistico e siffatto elemento, unitamente alla estrema diversificazione degli investimenti (..), all’ammontare del patrimonio mobiliare e immobiliare posseduto, agli affidamenti goduti, alle numerosissime operazioni per quantitativi spesso minimi, inducono a ritenere che la banca non abbia violato il precetto di cui all’art. 29 reg. Consob n. 11522/98”.

Tribunale di Milano, Sez. VI Civile, 2 aprile 2004

- Giudice Unico;
- PRINCIPALI QUESTIONI OGGETTO DI PRONUNCIA:
Contratti di swap; Operatore qualificato; Nozione.

“E’ evidente il limite della disposizione normativa di cui all’art. 31 reg. Consob n. 11522/98 nella parte in cui affida ad una dichiarazione autoreferenziale la individuazione di un “operatore qualificato”, soprattutto ove si consideri che da tale qualificazione discendono conseguenze relevantissime sul piano delle norme di protezione dell’investitore”.

Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004

- Giudice Unico;

- **PRINCIPALI QUESTIONI OGGETTO DI PRONUNCIA:**

Violazione da parte della Banca degli obblighi di cui agli artt. 27 [Conflitto di interessi] e 28 [Informazioni tra gli intermediari e gli investitori] reg. Consob 11522/98 per difetto di specifica e dettagliata informazione, rispettivamente, circa la natura e l'estensione dell'interesse in conflitto nonché in ordine alla tipologia dell'investimento negli strumenti finanziari proposti.

In situazioni di conflitto di interessi, la Banca deve agire in modo tale da assicurare ai clienti la necessaria trasparenza. L'intermediario deve altresì garantire all'investitore la propria assistenza e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere, anche al di là delle asettiche e standardizzate informazioni riportate nella documentazione generalmente rilasciata al cliente.

Tribunale di Mantova, Sez. II, 12 luglio 2004

- Giudice Unico;
- PRINCIPALI QUESTIONI OGGETTO DI PRONUNCIA:
Violazione degli obblighi di informazione e per carenza di forma.

“ appare rispettata la previsione di cui all’art. 31 reg. Consob 11522/98 [Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori] ove l’aderente al contratto abbia espressamente dichiarato, con atto separato, di esser in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”.

L'intermediario è tenuto a comportarsi con "diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" (lett. a), Art. 21 TUF).