

UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE
MILANO

Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale Interno e Internazionale
ciclo XXVI
S.S.D: IUS/04

LA NUOVA DISCIPLINA DEI CONTRATTI DERIVATI
OVER THE COUNTER

Tesi di Dottorato di : Edoardo Grossule
Matricola: 3911345

Anno Accademico 2013/2014



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale Interno e Internazionale

ciclo XXVI
S.S.D: IUS/04

LA NUOVA DISCIPLINA DEI CONTRATTI DERIVATI
OVER THE COUNTER

Coordinatore: Ch.mo Prof. Duccio REGOLI

Tesi di Dottorato di : Edoardo Grossule
Matricola: 3911345

Anno Accademico 2013/2014

ABSTRACT

Il presente lavoro si propone di analizzare in una prospettiva funzionale la nuova disciplina dei contratti derivati *over the counter* introdotta in Europa con il Regolamento 648/2012 (EMIR) e in USA con il *Dodd-Frank Act*, con l'obiettivo di metterne in luce punti di forza e di debolezza.

Per perseguire compiutamente detto obiettivo, la tesi propone un percorso logico che parte dall'approfondimento delle cause economico-giuridiche che hanno favorito il propagarsi degli effetti negativi della crisi, che successivamente si sofferma sulle possibili risposte normative ai problemi posti dagli strumenti derivati. Infine, l'analisi si termina sottolineando gli aspetti problematici legati all'effettività della nuova disciplina, soprattutto alla luce delle *policy dynamic* che si sviluppano intorno al lungo procedimento di approvazione di norme complesse.

This dissertation aims at analyzing, with a functional approach, the new regulations of over the counter derivatives introduced in Europe with the 648/2012 Regulation (EMIR) and in the US under the Dodd-Frank Act, with the goal to underlying the strengths and weaknesses.

To fully achieve this objective, the thesis proposes a logical path that starts from the deepening of economic and legal causes that have favored the spread of the negative effects of the crisis, then focuses on possible regulatory responses to the problems posed by derivatives. Finally, the analysis ends pointing out the problematic aspects related to the effectiveness of the new rules, especially in light of the policy dynamic developed around the long process of approval of these complex rules.

INDICE

INTRODUZIONE	4
<hr/> CAPITOLO I - <i>I derivati OTC e la crisi finanziaria del '08</i>	7
1. LA CRISI DEL 2008 COME PREMessa PER LA RIFORMA DEL MERCATO DEI DERIVATI <i>OVER THE COUNTER</i>.	7
2. LE CARATTERISTICHE DEL MERCATO E LE PROBLEMATICHE EMERSE CON LA CRISI.	11
2.1.1. La scarsa trasparenza dei prodotti e l'opacità del mercato.	11
2.1.2. La concentrazione e l'interconnessione tra gli operatori come moltiplicatori di instabilità per il sistema.	14
2.2. <i>HEDGING O GAMBLING?</i> LA CRESCITA DEL MERCATO E LA PREVALENZA DELLA SPECULAZIONE.	15
2.2.1. Il caso emblematico dei <i>credit default swap</i>	18
3. BENEFICI DAL MERCATO DEI DERIVATI	20
4. IL CONTESTO NORMATIVO PRECEDENTE ALLA CRISI E L'ESIGENZA DI RIFORME.	22
4.1. La struttura bilaterale dei contratti e la disciplina delle garanzie finanziarie.	25
4.2. Un contributo inaspettato al rischio sistemico: l'effetto "paradossale" dei c.d. "safe harbors".	26
4.3. L'autoreferenzialità della disciplina dei derivati OTC	29
4.3.1. L'ISDA come attore principale nel processo di auto-regolamentazione del mercato dei derivati.	30
4.3.2. La strategia dell'ISDA e il ruolo della contrattualistica standard.	32
5. RIFLESSIONI CONCLUSIVE: LE RAGIONI IN FAVORE DI UNA NUOVA DISCIPLINA DEI CONTRATTI DERIVATI OTC.	39
<hr/> CAPITOLO II - <i>Le possibili risposte giuridiche alla crisi finanziaria</i> <i>Le scelte di EMIR e del Dodd-Frank Act</i>	44
<hr/> 1. L'INIZIO DEL PERCORSO DI RIFORMA: LA DECISIONE DEL G-20 DI PITTSBURGH.	44

2. IL FALLIMENTO DELLA <i>SELF-REGULATION</i> E I PROBLEMI POSTI DAL <i>PRIVATE ORDERING</i>.	47
2.1 Le difficoltà del <i>private ordering</i> .	49
3. LA NECESSITÀ DI UNA DISCIPLINA PER IL MERCATO DEI DERIVATI.	51
3.1. I possibili limiti all'azione regolatrice dell'autorità pubblica.	51
4. VIETARE OGNI OPERAZIONE SUI DERIVATI?	52
4.1. Regolare l'emissione dei prodotti <i>ex ante</i>	56
4.1.1. (segue) La <i>product regulation</i> in UE: l'inizio di una nuova era?	59
4.1.2. (segue) Un antecedente nel mercato dei derivati.	61
5. LA SCELTA DI EMIR E DEL DODD-FRANK ACT.	62
5.1. La <i>clearing house</i> e i <i>Trade repositories</i> .	63
5.1.1. (segue) I repertori di dati sulle negoziazioni: funzione e requisiti.	68
5.2. L'obbligo di <i>clearing</i> .	69
5.2.1. (segue) <i>Eligibility</i> dei contratti.	71
5.3. La centralità della disciplina sull'organizzazione della CCP.	75
5.4. Requisiti prudenziali e <i>standard</i> di condotta	77
5.5. I potenziali conflitti di interesse e gli strumenti normativi adottati per la loro attenuazione.	79
<u>CAPITOLO III - La nuova disciplina dei derivati OTC: verso un "ragionevole" compromesso tra esigenze di effettività e istanze del mercato.</u>	84
1. LA NUOVA DISCIPLINA DEI DERIVATI OTC: UNA VERA INNOVAZIONE?	84
2. L'INTERVENTO REGOLAMENTARE IN MATERIE TECNICAMENTE COMPLESSE: TRA LA NECESSITÀ DI COINVOLGIMENTO DEI TECNICI E I RISCHI PER L'EFFETTIVITÀ DELLA NUOVA DISCIPLINA.	86
2.1. (segue) <i>Il law making process</i> e i rischi per l'effettività della disciplina.	88
2.2. (segue) i punti deboli del regolatore: la complessità della materia.	89
2.3. (segue) i punti deboli del regolatore: la ricerca di un equilibrio per non compromettere il funzionamento del mercato.	92
2.4. (segue) punti deboli del regolatore "europeo": la competizione fra gli ordinamenti.	94
2.5. Gli effetti delle <i>policy dynamic</i> sulla disciplina.	96
2.6. Un "negoziato" per la redistribuzione delle rendite?	96
3. IL <i>CLEARING</i> OBBLIGATORIO, LE CONTROPARTI CENTRALI E I REPERTORI DI DATI: RIFORMA AUSPICATA O RIVOLUZIONE?	98

4. UN NODO IRRISOLTO: LA COMPLESSITÀ DEI PRODOTTI.	101
5. CONCLUSIONI	103

INTRODUZIONE

La legislazione dei mercati finanziari di questi ultimi cinque anni si caratterizza per lo sforzo di ricercare una risposta adeguata alla crisi finanziaria del 2008. L'Unione Europea e gli Stati Uniti si sono dunque impegnati per riformare il funzionamento dei servizi finanziari, dei mercati e l'architettura di vigilanza. A seguito del *default* di Lehman Brothers e dei *bail-out* AIG e Bear Stearns, fin da subito l'attenzione si è rivolta, in particolare, al ruolo giocato dal mercato derivati OTC nel contribuire alla diffusione del rischio sistemico. A differenza di quanto avvenuto per il mercato delle altre classi di strumenti derivati, che ha sempre continuato a funzionare bene anche durante la crisi, l'*over the counter* ha drammaticamente mostrato il potenziale pericolo di contagio che può sorgere dalla complessità e dall'interconnessione create da questi prodotti. La limitata trasparenza delle relazioni tra gli operatori di questo mercato ha, di fatto, poi impedito al sistema di vigilanza di individuare le possibili fonti di rischio per il sistema.

Questo lungo processo di riforma è iniziato nel 2009, quando i leader del G-20 riuniti a Pittsburgh hanno stabilito:

“All standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end- 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements”. (*Final Statement*, settembre 2009)

Da allora, i legislatori delle principali economie mondiali, gli Stati Uniti e l'Unione Europea, si sono impegnati per approvare dei provvedimenti, in linea con lo *statement*, per rispondere adeguatamente alla crisi. I risultati si sono avuti nel 2010 con l'approvazione, negli USA, del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – provvedimento *omnibus* di riforma dei mercati finanziari – il cui titolo VII è dedicato ai derivati OTC, e nel 2012 con l'approvazione del regolamento UE 648/2012 – *European Market Infrastructure Regulation*, c.d. EMIR - che disciplina proprio il mercato dei derivati OTC.

Il presente lavoro intende svolgere un'analisi sulle novità regolamentari introdotte con questi provvedimenti, con l'obiettivo di mettere in luce i punti di forza e di debolezza della nuova disciplina.