

STUDIO GARDINI, GIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

Emir sui derivati a rischio elusione oltre il confine europeo

Il tanto atteso e discusso sistema Emir, concepito col proposito di arginare il rischio sistemico sui derivati Otc, contiene una sorta di baco. Il mastodontico impianto, formato da 15 atti regolamentari, dispone la compensazione centralizzata degli Otc e regole precise per la mitigazione del rischio dei contratti non compensabili (conferme tempestive delle operazioni, procedure di riconciliazione e compressione di portafoglio, indicazione di un chiaro modello di stima del fair value, previsione di un sistema agile e rapido per la soluzione delle liti). Se può discutersi sulla concreta possibilità di assoggettare a compensazione su base standardizzata contratti che per loro natura standard non sono, viceversa l'introduzione di specifici mitigatori di rischio potrà contribuire a rendere più sicuro il mercato derivativo al banco. Ma c'è un problema. L'Emir è una disciplina tutta europea, mentre il mercato degli Otc ha una portata mondiale. Né può escludersi che il derivato extra-Ue possa esplicare un effetto diretto, rilevante e prevedibile sul mercato europeo. Questi tre aggettivi compaiono propriamente nell'art. 4 del Reg. 648/2012, il quale demanda alla Commissione, via Esma, di istituire norme volte a far sì che il derivato extra-Ue con tali potenziali effetti sia comunque assoggettato alle regole

Emir e, più in generale, siano neutralizzate in radice pratiche di tipo elusivo. La Commissione a sua volta vi ha provveduto con il Regolamento 285/2014 pubblicato il 21 marzo scorso. Secondo questa norma, il derivato extra-Ue ha effetto diretto, rilevante e prevedibile quando almeno un soggetto di un Paese terzo benefici di una garanzia fornita da una controparte finanziaria Ue che copra la passività scaturente da uno o più derivati Otc per almeno 8 miliardi di euro di nozionale e almeno pari al 5% della somma delle esposizioni correnti del garante. La via d'uscita è già pronta: basta che chi vuole eludere lo faccia fuori dalla Ue e richieda una garanzia a una banca Ue con esposizioni inferiori alla soglia del 5%, oppure richieda una garanzia eccedente la soglia ma da una controparte non finanziaria, o scelga di farsi garantire da un soggetto extra-Ue ovvero di non richiedere nessuna garanzia. E che accadrebbe nel caso di un Cds con 100 miliardi di nozionale concluso fra una banca orientale e una occidentale non Ue che assumesse a fondamentale i Btp italiani? Siamo certi che il suo andamento non influirebbe sullo spread?

Le cose non vanno meglio in fatto di operazioni elusive. L'art. 3 del Reg. 285 considera elusivo il derivato che abbia come scopo prin-

cipale l'eludere l'applicazione di disposizioni di tale regolamento, per poi aggiungere che è elusivo ciò che primariamente è finalizzato a eludere e quindi concludere che l'intento elusivo può desumersi da un accordo che manchi di motivazioni commerciali, sostanza commerciale o giustificazione economica pertinente. Sfido a riuscire a dimostrare, in concreto, che un derivato sia stato stipulato senza una motivazione, una sostanza, una giustificazione commerciale. Riprendendo l'esempio di cui sopra, come accertare che il cds extracomunitario abbia il primario fine di dribblare la normativa Emir? Come potrà mai definirsi immotivato, privo di sostanza, economicamente ingiustificato quel derivato? Con quante probabilità di successo? E in quali tempi? E con quale realistica possibilità di enforcement nell'ambito di un sistema che, se violato, espone solo a una sanzione amministrativa (250 mila euro, una sciocchezza rispetto ai volumi che girano a questi livelli)? La falla aperta dal Reg. 285 finirà per far sì che il sistema Emir penalizzi solo gli operatori locali mentre ai grandi competitori mondiali (quei pochi che alla fin fine muovono il mercato) sarà nei fatti consentito trovare una comoda via d'uscita. (riproduzione riservata)

Emilio Girino