

V CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE,
SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

ALESSANDRO V. GUCCIONE

Il difficile equilibrio tra stabilità finanziaria e prociclicità delle garanzie collaterali: l'art. 41(1), ultimo periodo, del Regolamento (UE) n. 648/2012.

SOMMARIO: 1. La nozione di *procyclicality* e di *procyclical effects* nel Reg. UE n. 648/2012. - 2. La definizione generale di *procyclicality*. - 3. La *procyclicality* e le sue conseguenze sulla determinazione dell'oggetto dell'obbligazione della CCP ex art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012. - 4. Segue: se sia possibile determinare il contenuto dell'obbligo sulla base di quanto stabilito dall'art. 28 Reg. 153/2013. - 5. Segue: il tipo di intervento sul margine. La definizione di *current market conditions*. - 6. Il ruolo della CCP nella determinazione del livello del margine e le sue conseguenze sulla ricostruzione del "modello" di vigilanza prudenziale.

1. La nozione di procyclicality e di procyclical effects nel Reg. UE n. 648/2012.

Il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 (da ora, Reg. 648/2012) persegue l'obiettivo della riduzione del rischio sistemico che il mercato dei derivati *OTC* pone prevedendo, accanto ad una *reporting obligation* avente per oggetto le informazioni riguardanti le operazioni concluse, l'obbligo del *clearing* dei contratti attraverso una *central counterparty* (da ora CCP).

Nelle intenzioni del legislatore comunitario, il ricorso ad una CCP dovrebbe consentire una riduzione del rischio di controparte e di mercato grazie all'impiego delle tecniche di *risk mitigation* offerte dal gestore del servizio (*clearing* delle posizioni in essere, marginazione, possibilità di accedere a fondi di garanzia creati con fondi dello stesso gestore o forniti dai *clearing members* etc.).

Nessuna delle tecniche di *risk mitigation* indicate dal Regolamento può considerarsi davvero innovativa, essendo da tempo impiegate dai gestori dei servizi di controparte centrale anche per operazioni concluse nel mercato *OTC*. Innovative sono invece, oltre alla già ricordata *clearing*

obligation, le norme che disciplinano le singole tecniche, fissando le condizioni in presenza delle quali esse potranno essere impiegate dalla CCP e le *finalità* che dovranno essere tenute in considerazione dai soggetti coinvolti nella regolamentazione secondaria, e dalle stesse controparti centrali nello svolgimento della propria attività.

Tra queste ultime merita particolare attenzione: *i*) la necessità di dare adeguata importanza ai *potentially procyclical effects* del processo di revisione dei margini di garanzia (art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012), *ii*) la necessità di limitare la *procyclicality* all'atto dell'elaborazione delle regole che dovranno individuare "*the appropriate percentage and time horizons for the liquidation period and the calculation of historical volatility*" da considerare in relazione alle diverse classi di strumenti finanziari (41(5)), e *iii*) infine l'obbligo imposto alla Commissione di valutare "*in cooperation with ESMA and ESRB, the efficiency of margining requirements to limit procyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area*", riferendone al Parlamento europeo ed al Consiglio (art. 85(1)(d) Reg. 648/2012).

In prima approssimazione, può dirsi che il termine *procyclicality* è stato spesso impiegato in una particolare accezione, e cioè per indicare la tendenza di particolari valori o grandezze finanziarie a variare in connessione fra loro in una direzione giudicata negativa per il benessere economico generale. In questo senso, il termine è servito a connotare le regole che governano il calcolo del requisito patrimoniale minimo delle banche, che prevedendone la proporzionalità al rischio delle esposizioni, fanno sì che esso aumenti in periodi di crisi, deprimendo la capacità complessiva del sistema bancario di erogare credito. Viceversa, al ridursi del rischio nelle fasi di espansione economica, esse impediscono di accantonare adeguate riserve patrimoniali da utilizzare in periodi meno prosperi del ciclo economico generale.

L'utilizzo del termine *procyclicality* all'interno delle norme del Reg. 648/2012 pone una serie di problemi, che nel presente lavoro intendiamo analizzare: **(I)** se sia possibile individuare una definizione normativa di "*procyclicality*" e di "*procyclical effects*". In mancanza di una definizione normativa, se sia possibile individuare un significato generalmente accettato di queste espressioni o se esistano invece diversi punti di vista al riguardo; **(II)** le finalità che attraverso il controllo della *procyclicality* il legislatore ha inteso perseguire sembrerebbero operanti sul piano della gestione del rischio *complessivo* del sistema finanziario, piuttosto che su quello della singola operazione; pertanto, l'obbligo di dare adeguata importanza ai *potentially procyclical effects* del processo di revisione dei margini di garanzia che l'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 impone alla CCP pone il problema di stabilire quale sia la collocazione, nel sistema delle norme che disciplinano la funzione di vigilanza sul mercato

finanziario, dell'affidamento ad un soggetto privato di una valutazione, che appare ampiamente discrezionale, sugli effetti macroeconomici del proprio operato e quali siano le eventuali conseguenze sulla qualificazione giuridica del soggetto a cui questa valutazione è affidata.

2. La definizione generale di procyclicality.

Sia il Reg. 648/2012 sia il provvedimento con cui la Commissione ha fissato i "regulatory technical standards on requirements for central counterparties" (Commission Delegated Regulation (EU) no 153/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on requirements for central counterparties, da ora Reg. 153/2012) omettono di definire tanto la *procyclicality* quanto i *procyclical effects*, pur contenendo numerosi riferimenti ad essi. L'unica indicazione, di carattere esclusivamente formale, che è possibile trarre da questi provvedimenti in ordine all'*idea* di prociclicità è che essa emerge in due distinte forme grammaticali: come sostantivo ("*procyclicality*", negli artt. 41(5), 85(1)(d) Reg. 648/2012 e negli artt. 28 e 41(3) Reg. 153/2012) e come aggettivo ("*procyclical*", nell'art. 41(1) e nel Considerando 68 Reg. 648/2012; negli artt. 28 e 41 e nei Considerando 26 e 40 Reg. 153/2013), per caratterizzare un particolare effetto connesso a margini ed *haircuts*.

Per definire la *procyclicality* ed i *procyclical effects* occorre quindi far riferimento a fonti diverse ed in particolare, per le ragioni indicate *infra*, ai documenti elaborati dai soggetti che a vario titolo hanno giocato un ruolo nell'elaborazione delle regole in materia. Tra questi, oltre ai soggetti che come la Banca dei Regolamenti Internazionali sono da tempo impegnati nell'elaborazione degli standard internazionali della vigilanza prudenziale, il *Financial Stability Board*, in forza del riconoscimento che il Considerando 5 del Reg. 648/2012 contiene al ruolo propulsivo avuto dalle determinazioni del G20 di Pittsburgh del 26 settembre 2009 e, quindi, sia pure indirettamente al mandato conferito al FSB per l'attuazione di queste determinazioni (¹).

Il quadro che emerge dalla lettura di questi documenti, in ordine al generale significato di *procyclicality* e di *procyclical effects*, appare riconducibile a quanto affermato dalla Banca dei Regolamenti internazionali: "The term "*procyclicality*" is generally used to refer to the mutually reinforcing ("positive feedback") mechanisms through which the

¹ "Improving over-the-counter derivatives markets: All standardized 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. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse", G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, punto 13.

financial system can amplify business fluctuations and possibly cause or exacerbate financial instability"⁽²⁾). Questa definizione è stata infatti sostanzialmente recepita anche dagli altri soggetti che, nei ruoli sopra indicati, hanno trattato del problema della prociclicità ⁽³⁾

Essa, pur non essendo direttamente vincolante, appare dotata di un notevole grado di autorevolezza: la fonte da cui essa proviene ed il livello di consenso formatosi intorno ad essa, portano infatti a ritenere che le autorità di vigilanza tenderanno ad uniformarvisi nello svoglimento della propria attività di controllo delle CCP.

3. *La procyclicality e le sue conseguenze sulla determinazione dell'oggetto dell'obbligazione della CCP ex art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012.*

Verificato che non esiste una definizione normativa di prociclicità, e che esiste invece una definizione generalmente condivisa nei documenti prodotti dai soggetti a vario titolo coinvolti nell'opera di elaborazione e di uniformazione degli standard che dovranno essere seguiti dagli operatori del mercato finanziario, occorre chiedersi se ed in che modo questi dati incidano in particolare sulla definizione dell'obbligo di cui all'art. 41(5) ultimo periodo, Reg. 648/2012. In questa norma infatti, il riferimento ai *procyclical effects* si inserisce all'interno di un'obbligazione posta a carico della CCP dai contorni piuttosto vaghi ("A CCP shall regularly monitor and, if necessary, revise the level of its margins to reflect current market conditions taking into account any potentially procyclical effects of such revisions"). La ricostruzione del preciso significato della norma appare invece necessaria

² BIS, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework Note for the FSF Working Group on Market and Institutional Resilience*, 1 September 2008, p. 1; la BIS aggiunge, p. 2, alla nota 1, che "a financial variable is said to behave procyclically if its co-movement with the real economy is such as to strengthen the evolution of the latter. For example, if measures of risk increase as the economy contracts, they are said to be procyclical (even if they actually move counter-cyclically in a numerical sense) because they would tend to strengthen the contraction".

³ Nello stesso senso si esprimono infatti FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, 2 April 2009, p. 8 "The term "procyclicality" refers to the dynamic interactions (positive feedback mechanisms) between the financial and the real sectors of the economy. These mutually reinforcing interactions tend to amplify business cycle fluctuations and cause or exacerbate financial instability. The current financial crisis is a systemic event of large proportions that illustrates the disruptive effects of procyclicality. Institutions that experienced extensive losses faced growing difficulties in replenishing capital. This, in turn, induced them to cut credit extension and dispose of assets. Their retrenchment precipitated a weakening of economic activity, thereby raising the risk of a further deterioration in their financial strength. The costs to the broader economy have been large and are mounting."; COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, March 2010, CGFS Papers, No 36, p. 8 "Procyclicality refers to the mutually reinforcing interactions between the financial and real sectors of the economy that tend to amplify business cycle fluctuations and cause or exacerbate financial instability. Such feedback mechanisms tend to be particularly disruptive stress in the financial system exacerbates economic downturns".

per stabilire se ed in che termini l'attività che viene qui richiesta sia idonea ad incidere sul ruolo che la CCP riveste all'interno del sistema della vigilanza prudenziale.

È innanzitutto possibile affermare che il ruolo che dal punto di vista interpretativo la nozione generale di prociclicità, ricostruita nel precedente paragrafo, è in grado di svolgere è limitato alla definizione in termini *qualitativi* dei *procyclical effects* di cui all'art. 41(5) Reg. 648/2012. In definitiva, sulla base di quella nozione è solo possibile affermare che la CCP dovrà tener conto della possibilità che dalle modifiche al livello dei margini di garanzia derivi un incentivo alle tendenze in atto nel sistema finanziario.

Una serie di questioni sorgono, invece, se si rivolge l'attenzione agli aspetti *quantitativi* dell'obbligo previsto dall'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012. Il legame che unisce il sistema dei margini di garanzia al rischio fa sì che le variazioni del margine o di analoghe garanzie reali – quali gli *haircuts* – decise per tener conto dell'evolversi delle condizioni di mercato ⁽⁴⁾ risultino di per sé stesse idonee a produrre effetti quantomeno *potenzialmente* prociclici: a parità di tutte le altre condizioni, sarà sempre ipotizzabile che alla riduzione del margine tenda a corrispondere un aumento dell'operatività e, viceversa, che ad un aumento del margine tenda a corrispondere una riduzione della stessa ⁽⁵⁾.

⁴ Sulla definizione delle "*current market conditions*" v. *infra*, ma è possibile sin da ora affermare che all'interno di queste sono comprese le variazioni delle condizioni di rischio relative sia al mercato nel suo complesso, sia agli strumenti finanziari che, in vari "ruoli", possono formare oggetto del contratto che viene gestito attraverso la CCP, ad es. una variazione n% del margine dovuto, per il quale è ammesso il pagamento con titoli del tipo Alfa, resasi necessaria per tener conto della maggiore volatilità di questi ultimi.

⁵ I modi attraverso i quali i margini di garanzia producono effetti prociclici sono ampiamente ricostruiti dal COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, cit. (nt. 3), p. 10, in sintesi, secondo il CGFS: "*Margining practices can endogenously contribute to financial system procyclicality by easing (tightening) credit supply in the boom (downturn). In the upswing, a reduction in haircuts or initial margins increases the maximum leverage available to a borrower even if other credit terms remain unchanged. In a downturn, actions taken by individual market participants to protect themselves, such as calling for additional collateral, reducing the amount of credit extended to specific classes of counterparties or ceasing to accept certain types of collateral, can induce further contraction of the supply of credit through collateralised lending.*". In modo più analitico, il CGFS riconduce la prociclicità delle tecniche di collateralizzazione alla *razionalità* delle condotte che la inducono, nella prospettiva del singolo (*ibidem*, p. 11): "*Overall, the procyclical nature of practices for setting haircuts and initial margins and other credit terms for secured lending points to a market failure due to negative externalities associated with the setting of credit terms. It is reasonable or even rational from the perspective of the individual financial institution to loosen credit terms during good times, only because the individual institution does not take into account the expansionary impact of its actions on the broader financial system. Similarly, as the cycle turns, individual financial institutions do not take into account the contractionary impact of abruptly tightening credit terms on the broader system. In essence, these collective actions of what is reasonable behaviour at the individual institution level allow for the*

Stando così le cose, potrebbe ipotizzarsi che il significato dell'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 si riduca alla semplice necessità che la CCP proceda nella consapevolezza degli effetti prociclici degli interventi sul margine. Questa lettura limiterebbe però la funzione della norma all'obbligo, imposto agli organi della CCP incaricati della relativa decisione, di dare atto delle inevitabili conseguenze procicliche delle modifiche al margine rese necessarie per tener conto delle mutate condizioni di mercato. Questa interpretazione non è però coerente con il tenore letterale dell'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 il quale prevede che nel rivedere il livello dei margini la CCP debba "rispecchiare" le mutate condizioni di mercato "*taking into account any potentially procyclical effects of such revisions*", di una revisione basata cioè esclusivamente su tali mutate condizioni. La considerazione delle conseguenze procicliche della revisione non appare cioè limitata all'attestazione delle stesse, ma deve far parte del processo decisionale che porta la CCP a determinare il nuovo livello dei margini.

A questo proposito occorre considerare che quando viene fissato il margine di garanzia in modo da rispecchiare le condizioni attuali del mercato, i soggetti interessati (CCP e partecipanti) realizzano il proprio interesse, rappresentato dall'esistenza di adeguate garanzie per il buon fine dell'operazione ⁽⁶⁾: un margine di garanzia che si discosta dal valore che in date condizioni di mercato realizza appieno questo interesse tenderà, se maggiore, a realizzare una più consistente garanzia al prezzo di un maggior costo delle negoziazioni e, quindi, di una loro riduzione, mentre nei casi in cui venga fissato ad un livello inferiore, la riduzione del costo delle operazioni ne accrescerà il volume complessivo, ma al prezzo di una minore garanzia. Quando l'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 impone di tener conto degli effetti potenzialmente prociclici nel processo di revisione del margine richiede in definitiva di intervenire su questo meccanismo. I termini dell'intervento non vengono indicati (come diremo, esso deve tendere alla *limitazione* della prociclicità), ma appare evidente che per attuare la norma la CCP dovrà compiere una valutazione

materialisation of bad outcomes for the financial system as a whole."

Con specifico riferimento al ruolo che i margini e gli haircuts hanno nello *shadow banking system* FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, p. 4; FSB, *Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues, Interim Report of the FSB Workstream on Securities Lending and Repos*, 27 April 2012, pp. 15 ss..

⁶ Con riferimento agli *haircuts* il COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, cit. (nt. 3), p. 4 ha osservato che il processo di fissazione della garanzia non tiene conto soltanto del rischio di mercato e di controparte, ma altresì di considerazioni di natura imprenditoriale ("*While the risk management unit would argue for higher haircuts, trading desks would argue in favour of lower margins in order to remain competitive*").

di natura *quantitativa* per determinare: **a)** il valore del margine che realizza il miglior interesse proprio e dei partecipanti nelle mutate condizioni di mercato; **b)** l'ampiezza dell'effetto prociclico che il valore *sub a)* è potenzialmente in grado di indurre nel sistema finanziario ed economico, nonché **c)** le variazioni da apportare alla valore *sub a)* allo scopo di adempiere l'obbligo di "*taking into account any potentially procyclical effects of such revisions*". Mentre la valutazione *sub a)* è disciplinata all'interno dell'art. 41 Reg. 648/2012 e nella regolamentazione delegata, attraverso le regole che disciplinano la formazione del margine, nessuna indicazione viene fornita in ordine al sistema attraverso il quale la CCP dovrà compiere le stime *sub b)* e, soprattutto, ai criteri ai quali la CCP dovrà attenersi nell'intervenire sul margine per tenere in adeguata considerazione gli effetti stimati della modifica. Le attività indicate *sub b)* e *c)* richiedono quindi alla CCP di compiere scelte *discrezionali*.

4. *Segue: se sia possibile determinare il contenuto dell'obbligo sulla base di quanto stabilito dall'art. 28 Reg. 153/2013.*

Questa conclusione deve però essere verificata alla luce di quanto è stato stabilito dalla Commissione nell'art. 28 Reg. 153/2013, il quale: **i)** impone alla CCP l'obbligo di "*ensure that its policy for selecting and revising the confidence interval, the liquidation period and the lookback period deliver forward looking, stable and prudent margin requirements that limit procyclicality*"; **ii)** prevede che tale limitazione della *procyclicality* non può comunque estendersi al punto di pregiudicare l'affidabilità e la stabilità finanziaria della CCP ("*limit procyclicality to the extent that the soundness and financial security of the CCP is not negatively affected*"), **iii)** fissa alcuni principi che la CCP deve rispettare per realizzare questi obiettivi ("*This shall include avoiding when possible disruptive or big step changes in margin requirements and establishing transparent and predictable procedures for adjusting margin requirements in response to changing market conditions*"), ma soprattutto **iv)** per realizzare i precedenti obiettivi ("*In doing so*"), impone alla CCP di adottare almeno una delle opzioni che lo stesso regolamento indica per la determinazione del margine (⁷), nelle quali pertanto sembrerebbe realizzarsi *in termini quantitativi* la mediazione tra l'interesse alla limitazione della prociclicità e quello alla stabilità finanziaria del sistema della controparte centrale.

Se queste regole potessero trovare applicazione anche alla fase di revisione del margine prevista dall'art. 41(1) ultimo periodo, Reg.

⁷ Art. 28(1) Reg. 153/2013: "*(a) applying a margin buffer at least equal to 25 % of the calculated margins which it allows to be temporarily exhausted in periods where calculated margin requirements are rising significantly; (b) assigning at least 25 % weight to stressed observations in the lookback period calculated in accordance with Article 26; (c) ensuring that its margin requirements are not lower than those that would be calculated using volatility estimated over a 10 year historical lookback period.*".

648/2012 la discrezionalità della CCP verrebbe circoscritta alla scelta tra uno dei sistemi indicati nell'art. 28(1) Reg. 153/2013. Purtroppo, i dati a favore di un'applicazione diretta - o in via interpretativa - della norma appaiono molto deboli, mentre sono diverse le ragioni, di natura formale e sostanziale, nel senso dell'impossibilità dell'applicazione dell'art. 28(1) Reg. 153/2013.

A favore dell'estensione depone, in primo luogo, l'esplicita menzione dell'attività di revisione ("*ensure that its policy for selecting and revising the confidence interval etc.*") tra quelle menzionate dall'art. 28(1) Reg. 153/2013. È però agevole constatare che oggetto della revisione non è in questa norma il "*level of its margins*" di cui all'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012 ma sono piuttosto "*the confidence interval, the liquidation period and the lookback period*". Un ulteriore argomento a favore dell'applicazione delle regole dell'art. 28(1) Reg. 153/2013 potrebbe trarsi dall'ampio contenuto della delega che l'art. 41(5) Reg. 648/2012 conferisce all'ESMA ("*In order to ensure consistent application of this Article*"): in questa prospettiva, le regole contenute nell'art. 28(1) Reg. 153/2013 potrebbero considerarsi di portata generale e applicabili in tutti i casi in cui sia necessario procedere alla determinazione del margine. Tuttavia, è sufficiente leggere con maggiore attenzione per rendersi conto che nonostante l'ampiezza dell'*incipit* del periodo, l'ambito del mandato è molto più definito, riguardando la predisposizione di "*draft regulatory technical standards specifying the appropriate percentage and time horizons for the liquidation period and the calculation of historical volatility to be considered for the different classes of financial instruments, taking into account the objective to limit procyclicality, and the conditions under which portfolio margining practices referred to in paragraph 4 can be implemented*", e quindi aspetti che pur incidendo sul tema dell'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 non lo riguardano direttamente.

Contro la possibilità di un'estensione decisivo appare invece, dal punto di vista formale, il contenuto dell'art. 28(2) Reg. 153/2013 ("*When a CCP revises the parameters of the margin model in order to better reflect current market conditions, it shall take into account any potential procyclical effects of such revision*"). Al riguardo occorre preliminarmente escludere che la norma abbia inteso considerare i "*parameters of the margin model*" come coincidenti con "*the confidence interval, the liquidation period and the lookback period*" di cui all'art. 28(1) Reg. 153/2013 ⁽⁸⁾. I *parameters of the margin model* sono infatti quelle variabili indipendenti che la CCP impiega nel calcolo dei margini (v. ad es. l'art. 50 Reg. 153/2013 "*A CCP shall use a wide range of*

⁸ Se così fosse bisognerebbe ammettere che la Commissione, subito dopo aver disciplinato in modo ben più analitico la revisione nell'art. 28(1) Reg. 153/2013, abbia inteso regolare lo stesso fenomeno con la regola dal contenuto generico dell'art. 28(2) Reg. 153/2013: il che apparirebbe assurdo.

parameters and assumptions to capture a variety of historical and hypothetical conditions etc."), e che attengono quindi alla regola di calcolo del margine in quanto tale. La Commissione introduce così nel processo di revisione dei dati che incidono sulla determinazione del margine una distinta regolamentazione, basata sulla natura del dato ("*the confidence interval, the liquidation period and the lookback period*" di cui all'art. 28(1) Reg. 153/2013 e i "*parameters of the margin model*" di cui all'art. 28(2) Reg. 153/2013) che appare incompatibile con l'idea stessa di una generalizzazione delle previsioni contenute nell'art. 28(1) Reg. 153/2013.

Nel merito, occorre constatare che l'analisi condotta sulle cause che determinano la prociclicità dei margini di garanzia e sulle possibili soluzioni al problema ha mostrato come la complessità delle prime richiede soluzioni articolate (⁹). Questa circostanza appare difficilmente compatibile con la pretesa di estendere in via di interpretazione alla fattispecie di cui all'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012, regole dettate per ipotesi diverse.

5. *Segue: il tipo di intervento sul margine. La definizione di current market conditions.*

Accertato che non è possibile utilizzare le regole contenute nell'art. 28(1) Reg. 153/2013 per delimitare la discrezionalità della CCP in ordine alla definizione dei diversi elementi che compongono l'obbligo di cui all'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012 occorre chiedersi se sia possibile individuare altrove criteri che in modo *univoco* indichino alla CCP quanto deve essere fatto.

Le uniche indicazioni che nel Reg. 648/2012 fanno riferimento alla prociclicità in termini generali – che non sono, cioè, legate all'obbligo dell'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012 o alla definizione del mandato all'ESMA di cui all'art. 41(5), Reg. 648/2012 – sono quelle contenute nel Considerando 68 e nell'art. 85(1)(d), Reg. 648/2012. Da entrambi traspare la necessità di *limitare* la prociclicità dei margini: nel Considerando 68 la delimitazione degli effetti prociclici è espressamente indicata come obiettivo che deve essere perseguito dalle CCP, dall'ESMA e dalle autorità di vigilanza, mentre l'art. 85(1)(d) Reg. 648/2012 richiede alla Commissione di riferire al Parlamento e al Consiglio in ordine a "*the efficiency of margining requirements to limit procyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area*". Nel Considerando 68 viene altresì espressamente indicato che l'obiettivo della limitazione della prociclicità non può essere realizzato in danno della solidità finanziaria della CCP ("*to the extent that a CCP's soundness and financial security is not negatively affected*").

⁹ COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, cit. (nt. 3), p. 14 ss.

Pur non essendo direttamente vincolanti, da queste indicazioni non sembra possibile prescindere nella ricostruzione del significato dell'art. 41(1) ultimo periodo, Reg. 648/2012 essendo espressione di quanto di recente emerso in ordine al ruolo dei margini nell'aggravamento della prociclicità ed alle soluzioni proposte per far fronte a questo problema⁽¹⁰⁾. In particolare, esse contribuiscono a chiarire due dei profili che, ad una prima lettura, sembrerebbero completamente lasciati alla discrezionalità della CCP, e cioè: *i*) che l'intervento che la CCP è tenuta ad attuare – una volta verificata la prociclicità della revisione effettuata per tener conto delle mutate condizioni del mercato – deve tendere nella *limitazione* della prociclicità; e *ii*) che la limitazione della prociclicità non può in alcun caso spingersi al punto di richiedere il sacrificio della solidità del sistema della controparte centrale.

Gli altri elementi che concorrono a definire il contenuto l'obbligo non risultano invece presi in considerazione dal Reg. 648/2012. In particolare non viene fornita alcuna indicazione sul significato delle *current market conditions*. Quest'ultima espressione appare per la sua genericità idonea a ricomprendere qualunque variabile incidente sulla misura del margine, e quindi in primo luogo, anche se non in modo esclusivo, le condizioni di rischio in essere tanto nel mercato di riferimento dell'operazione soggetta all'obbligo del margine, quanto quelle proprie del mercato nel quale vengono negoziati gli strumenti finanziari che possono essere prestati come margine.

6. *Il ruolo della CCP nella determinazione del livello del margine e le sue conseguenze sulla ricostruzione del "modello" di vigilanza prudenziale.*

Il ricorso alle regole prudenziali per perseguire obiettivi riguardanti gli assetti del sistema finanziario nel suo complesso e non semplicemente il soggetto vigilato può considerarsi uno dei tratti distintivi della legislazione in materia di mercati finanziari. Ad esempio, il requisito patrimoniale minimo è servito – per lo meno nelle intenzioni del

¹⁰ La prociclicità è in generale considerata come un elemento perturbatore della stabilità finanziaria, essendo quindi necessario intervenire per la sua delimitazione: tra i molti, *Joint FSF-BCBS Working Group on Bank Capital Issues Reducing procyclicality arising from the bank capital framework*, March 2009, p. 1; FSF, *Report of the FSF Working Group on Provisioning*, March 2009, p. 2; FSB, *Overview of Progress in Implementing the London Summit Recommendations for Strengthening Financial Stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p. 6; FSB, *Progress since the Pittsburgh Summit in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Governors*, 7 November 2009, p. 4; *Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, Interim Report Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, August 2010, p. 53. Con riferimento alla necessità di delimitare la prociclicità di *margin* ed *haircuts*, per tutti COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, cit. (nt. 3), p. 8.

legislatore ⁽¹¹⁾ - non solo a garantire la sana e prudente gestione della banca, ma anche a rendere più affidabile il sistema creditizio nel suo complesso. L'interesse del soggetto vigilato poteva naturalmente subire limitazioni in nome dell'interesse del sistema finanziario, rimanendo però fermo che la regola prudenziale realizzava *anche* l'interesse del soggetto vigilato. Il passaggio dal primo al secondo accordo di Basilea, può, in questa prospettiva, essere anche visto come il risultato dello sforzo compiuto dal sistema bancario per dimostrare che le regole inizialmente previste per il calcolo del requisito patrimoniale richiedevano un impegno eccessivo rispetto a quelle che erano le esigenze di sana e prudente gestione.

Con l'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 questo ordine viene apparentemente sovvertito: al soggetto vigilato viene chiesto di modificare le proprie decisioni per tener conto dell'interesse alla realizzazione di una finalità di carattere sistemico, quale è la limitazione della prociclicità ⁽¹²⁾. Questo dato era di tutta evidenza per lo stesso legislatore comunitario, che infatti nel Considerando 68 ha sentito il dovere di precisare che la delimitazione degli effetti prociclici del margine non può spingersi fino al punto di pregiudicare l'interesse alla stabilità finanziaria della CCP.

Occorre quindi chiedersi se l'imposizione dell'obbligo di perseguire una finalità di carattere collettivo, unita agli ampi margini di discrezionalità di cui la CCP dispone per le ragioni in precedenza illustrate, siano soltanto espressione di un diverso modo di concepire l'utilizzo delle regole prudenziali ed i rapporti tra soggetto incaricato del controllo e soggetto vigilato, ovvero se queste regole finiscano per incidere sulla qualificazione giuridica della CCP, in quanto soggetto privato incaricato di perseguire finalità di interesse generale.

Una serie di dati depongono a favore della prima soluzione. Va

¹¹ Non è qui possibile approfondire il tema degli effetti prociclici del requisito patrimoniale, su cui v. BIS, *Addressing financial system procyclicality*, cit. (nt. 2), p. 3; *Joint FSF-BCBS Working Group on Bank Capital Issues Reducing procyclicality*, cit. (nt. 10), *passim*; FSB, *Overview of Progress in Implementing the London Summit Recommendations for Strengthening Financial Stability*, cit. (nt. 10), p. 6; FSB, *The Chairman to G20 Leaders. Progress of Financial Regulatory Reforms*, 9 november 2010, p. 1. Prima della crisi finanziaria iniziata nel 2007, J. CARUANA, *Implementation of Basel II*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 14, No. 5, December 2005, p. 256 ss..

¹² BIS, *Addressing financial system procyclicality*, cit. (nt. 2), p. 3; *Joint FSF-BCBS Working Group on Bank Capital Issues Reducing procyclicality*, cit. (nt. 10) p. 1; FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, cit. (nt. 3), p. 10; Con riferimento al ruolo che il requisito patrimoniale nella regolamentazione dello *shadow banking system*, v. FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, p. 8; FSB, *Consultative Document Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 18 November 2012, p. 16; FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 August 2013, p. 4.

infatti tenuto presente che il margine di garanzia, cioè l'oggetto sul quale la CCP deve intervenire per delimitarne gli effetti prociclici, è esso stesso un requisito prudenziale posto nell'interesse della CCP e dei partecipanti al sistema: nel Reg. 648/2012 il margine di garanzia non è infatti richiesto dalla CCP ai partecipanti in nome di una *best practice* o di una propria valutazione discrezionale, ma *deve* essere richiesto in adempimento di un preciso obbligo prudenziale analiticamente disciplinato dallo stesso Reg. 648/2012 e dal Reg. 153/2013. Adempiendo alla richiesta di fissare il livello del margine alla luce delle mutate condizioni di mercato in considerazione dei possibili effetti prociclici, la CCP *concorre* quindi alla determinazione di un requisito prudenziale e nel farlo media tra l'interesse proprio e dei partecipanti - rappresentato dalla fissazione del margine ad un livello in grado di riflettere correttamente le condizioni di rischio in essere nel mercato - e quello sistemico di evitare che il margine incentivi le tendenze in atto nel ciclo finanziario in misura superiore al necessario, cioè a quel grado di prociclicità che è imprescindibilmente connessa alle garanzie collaterali.

Anche in questo sistema, dunque, interesse collettivo ed interesse del soggetto vigilato confluiscono all'interno della stessa regola prudenziale, coordinandosi tra loro. Ad essere cambiato è invece il modo di concepire il rapporto tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato nel processo di formazione della norma prudenziale, che vede il coinvolgimento ed il riconoscimento a quest'ultimo di ampi margini di discrezionalità, sia pure soggetta alla validazione da parte dell'autorità di vigilanza delle scelte compiute ⁽¹³⁾, secondo una visione analoga a quella che sta alla base del secondo pilastro di Basilea 2 ⁽¹⁴⁾.

¹³ L'art. 41(2), Reg. 648/2012 con una formula il cui ambito di applicazione appare idoneo a ricomprendere anche la fattispecie dell'art. 41(1), ultimo periodo, Reg. 648/2012 o quantomeno le valutazioni che la CCP è chiamata a svolgere in ordine al rischio di mercato ("*A CCP shall adopt models and parameters in setting its margin requirements that capture the risk characteristics of the products cleared and take into account the interval between margin collections, market liquidity and the possibility of changes over the duration of the transaction*"), indica questo sistema per la validazione dei modelli e dei parametri per la determinazione del margine ("*The models and parameters shall be validated by the competent authority and subject to an opinion in accordance with Article 19.*").

¹⁴ Sul quale sia consentito rinviare a A. V. GUCCIONE, *La vigilanza prudenziale*, in F. Vella (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, in G. Ajani e G. A. Benacchio (diretto da), *Trattato di diritto privato dell'Unione europea*, Vol. 8, Giappichelli editore, Torino, 2009, p. 135 ss..