

HEDGE FUND

2008

Technical Paper
A Cura di AIPB

AA.VV.

Fabio Barbato, Mario Baronci, Stefano Bestetti, Ubaldo Caracino, Marco Degrada, Daniele Conti, Luca Ferraris, Simona Frisoli, Stefano Gaspari, Alex Merla, Alberto Minali, Davide Nichele, Otello Padovani, Andrea Sanguinetto, Massimo Scolari, Roberto Vitucci.

Capitolo 4

Il default del Prime Broker: gli effetti per l'industria dei Fondi Hedge

Di Ubaldo Caracino

4.1 Introduzione

Gli eventi che in questi giorni stanno scuotendo il mondo della finanza internazionale nelle sue varie ramificazioni, interpella anche e soprattutto i professionisti del diritto chiamati a valutare l'impatto che circostanze patologiche nella vita di un intermediario possono determinare sulle relazioni contrattuali dallo stesso intrattenute.

L'angolo visuale da cui osservare il fenomeno in questione è rappresentato, in questa sede, dai rapporti intercorrenti tra i gestori di fondi alternativi e la figura del *prime broker* il cui ruolo all'interno dell'industria dei fondi hedge ha assunto un'importanza crescente tanto da assurgere ad elemento cruciale nell'operatività dei gestori alternativi.

La possibilità di accentrare presso un unico interlocutore una serie di funzioni (dal regolamento delle operazioni disposte dalle società di gestione a valere sui fondi gestiti, all'esecuzione di transazioni aventi ad oggetto contratti derivati, al perfezionamento di operazioni di prestito titoli, nonché al finanziamento dei margini di garanzia) ha senz'altro consentito di realizzare una maggiore efficienza ed agilità operativa agli investment manager le cui strategie e tecniche di investimento si fondano proprio sul ricorso alla leva finanziaria, sull'utilizzo di strumenti finanziari derivati, nonché sull'impiego dello short selling.

La sofisticatezza e la polifunzionalità dei servizi sopra indicati richiedono ovviamente strutture, sistemi organizzativi e capacità finanziarie adeguati e tali da supportare un modello di business così articolato quale quello del prime brokerage.

E' evidente quindi che tale segmento di mercato è stato storicamente appannaggio delle più importanti banche di investimento estere (in particolare americane ed inglesi) in grado di assecondare e soddisfare

le necessità avvertite dalla comunità finanziaria dei fondi hedge grazie alla maggiore dotazione di risorse ed alla consolidata esperienza gestionale di fenomeni complessi.

Il riflesso immediato sotto il profilo contrattuale della genesi sopra ricordata, è stato l'utilizzo, caldeggiato dagli stessi prime broker, di documenti negoziali nonché la trasposizione di istituti e principi giuridici di derivazione anglosassone che hanno acquisito lo status di modelli e regole standard accettati e di comune applicazione tra gli operatori del mercato.

Tale tendenza è stata viepiù rafforzata dal progressivo consolidarsi della modulistica contrattuale, ancillare al contratto di prime brokerage, che regola lo svolgimento delle singole attività in cui quel servizio si concretizza (pensiamo all'ISDA Master Agreement per l'operatività in derivati, all'ISDA Master Give - up Agreement per il clearing delle operazioni effettuate tramite un executing broker, al GMSLA Agreement per il perfezionamento di operazioni di prestito titoli).

Dallo scenario poc'anzi contemplato consegue che anche i protagonisti dell'industria hedge italiana abbiano assecondato la prassi imperante acconsentendo a che i rapporti negoziali con prime broker esteri fossero sottoposti alla legge di ordinamenti stranieri (per lo più inglese). Tale orientamento ha comportato, quindi, un'indispensabile opera di integrazione e modulazione tra principi organizzativi e regolamentari di matrice nazionale a cui le SGR di gestione di fondi speculativi soggiacciono in quanto soggetti di diritto italiano e norme contrattuali di provenienza anglosassone che rinviano ad un insieme di istituti giuridici con peculiarità proprie e non sempre facilmente sovrapponibili con le specificità dell'ordinamento nazionale.

4.2 Le garanzie prestate in favore del prime broker: i rischi derivanti dal verificarsi di un evento di dissesto in capo al broker

In un contesto così variegato di fonti normative e previsioni negoziali il verificarsi di un evento straordinario e patologico quale può essere la dichiarazione dello stato di insolvenza o l'attivazione di una procedura di liquidazione che interessi una delle parti contraenti dell'accordo di prime brokerage, pone, da un punto di vista legale, una serie di interrogativi dalle poliedriche sfaccettature.

E, paradossalmente, se le implicazioni derivanti da un eventuale dissesto dei soggetti che interagiscono con il prime broker sono state, anche in via puramente teorica, indagate ed approfondite, un minor grado di analisi è stato dedicato a valutare quali siano gli effetti che possono derivare dal default del broker polifunzionale.

Le considerazioni che seguono sono quindi finalizzate a fornire taluni spunti di riflessione, nonché primissime valutazioni su alcuni dei possibili riflessi che l'apertura di una procedura di liquidazione riguardante un operatore attivo nei servizi di prime brokerage può determinare per gli operatori del mondo dei fondi alternativi del nostro paese che abbiano intrattenuto rapporti con lo stesso.

A tal proposito, un primo elemento di criticità è senz'altro costituito dalle sorti che subiscono i beni che vengono offerti in garanzia al prime broker per assicurare l'operatività di cui necessita il fondo speculativo (pensiamo ad esempio al margin financing). In altri termini per l'adempimento delle obbligazioni assunte dall'investment manager per conto dei fondi gestiti il broker richiede la costituzione di adeguate garanzie finanziarie in proprio favore che tradizionalmente assumono la forma del collateral. ⁽³⁾ Tale istituto, nella formulazione dell'ordinamento anglosassone, prevede un meccanismo di funzionamento secondo il quale la piena proprietà degli assets oggetto della garanzia viene trasferita al soggetto garantito/creditore il quale sarà tenuto semplicemente a ritrasferire una medesima quantità di contante o un uguale numero di titoli, della stessa specie di quelli ricevuti, nell'ipotesi in cui non si verifichi un evento di escussione del collateral.

La funzionalità sopra illustrata della garanzia viene accompagnata e riconfermata dalle previsioni insite negli schemi contrattuali che disciplinano lo svolgimento dei servizi di prime brokerage. Nell'ambito di tali documenti si puntualizza, infatti, che il broker potrà riutilizzare e disporre dei beni oggetto della garanzia per finalità imprenditoriali proprie e quindi lo stesso non soltanto potrà costituire, a sua volta, un nuovo diritto di garanzia in favore di terzi ma addirittura potrà cedere e trasferire a terzi la piena titolarità degli assets acquisiti. ⁽⁴⁾ Da tale circostanza consegue che, evidentemente, il fondo hedge una volta apposto il collateral mediante il sub-deposito dei charged assets presso un conto di pertinenza del prime broker non potrà beneficiare della segregazione degli attivi i quali invece verranno commingled con i beni patrimoniali del broker. ⁽⁵⁾ Il fondo, in altri termini,

³ Gli accordi di collateralizzazione vengono usualmente perfezionati nell'operatività in derivati per coprire l'esposizione finanziaria che si può generare per effetto della variazione del *mark-to-market* delle operazioni eseguite. La veste documentale che formalizza tali accordi è rappresentata, usualmente, dal *Credit Support Annex* predisposto dall'ISDA con il quale viene normalmente pattuito il versamento di contante o titoli per neutralizzare l'esposizione finanziaria che si può generare nei confronti di una controparte di mercato.

⁴ Nella terminologia anglosassone il fenomeno in questione è conosciuto come *rehypothecation* e *rehypothecation rights* vengono definiti i diritti ad esso collegati. Vi è da osservare, peraltro, che per effetto di un processo di armonizzazione indotto a livello comunitario dalla Direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria, il riconoscimento nel nostro ordinamento dell'istituto del trasferimento della proprietà con funzioni di garanzia è avvenuto a seguito dell'emanazione del d.lgs. 21 maggio 2004 n. 170. E' opportuno ricordare, peraltro, che il legislatore comunitario ha motivato la scelta di dare ingresso al principio di riutilizzo dei beni oggetto di garanzia reale con la finalità di migliorare la liquidità del mercato e di ottimizzare la gestione del credito.

⁵ Questione assai dibattuta è stata la compatibilità del sistema dei *rehypothecation rights* con i principi che informano la gestione collettiva del risparmio così come disegnata dal legislatore italiano. In particolare è stato sollevato il punto circa la conciliabilità del principio di autonomia patrimoniale dei fondi sancito dall'art. 36 del d.lgs 24 febbraio 1998 n. 58 e sue

per effetto del meccanismo descritto, viene ad assumere un rischio di credito nei confronti del creditore garantito (il prime broker) la cui solidità patrimoniale e finanziaria si riverbera anche sulle sorti dei beni trasferiti a titolo di garanzia dal fondo, tanto che nei modelli contrattuali viene esplicitamente precisato che “[the Fund] will rank as an unsecured creditor in relation there to and, in the event of the insolvency of the [Prime Broker] the Fund may not be able to recover equivalent assets in full or at all.” Proprio per mitigare la posizione in cui può venirsi a trovare il fondo nell’ipotesi di default del prime broker (l’hedge fund, in qualità di creditore non privilegiato dovrebbe concorrere con tutti gli altri creditori sugli attivi del broker senza alcun titolo di prelazione) gli schemi di contratto di prime brokerage contemplano un meccanismo tale per cui il valore del collateral deve essere rigidamente ancorato alla totalità dell’esposizione in titoli e contante del fondo nei confronti del broker sia per l’insieme di operazioni di prestito titoli e finanziamenti erogati dal broker medesimo, sia per l’esposizione che il fondo ha contratto nei confronti del broker a seguito dell’operatività in derivati. Tale previsione tende a commisurare l’entità e la capienza del collateral con l’effettiva posizione debitoria del fondo verso il broker il quale sarà tenuto a monitorare costantemente il rapporto tra le due variabili per ottenere un perfetto equilibrio tra “l’affidamento” complessivo del fondo ed il valore d’insieme del sistema di garanzie a supporto dello stesso. Conseguenza necessaria di tale opera di monitoraggio è il funzionamento di “dispositivi” di aggiustamento che consentano l’integrazione o la restituzione degli assets in eccesso rispetto alle esigenze di copertura.

L’impostazione organizzativa sopra riassunta dimostra la propria utilità proprio in un’ottica di sviluppo patologico del rapporto prime broker – fondo e la sua efficacia si raccorda con lo strumento del close-out netting che accompagna usualmente la documentazione legale esistente tra i due soggetti in questione.

Lo schema di close-out netting tradizionalmente applicato nella prassi finanziaria internazionale prevede che, al verificarsi di un evento rilevante, le obbligazioni contratte dalle parti diventino immediatamente esigibili e, una volta completato il calcolo delle rispettive posizioni debitorie, si provveda alla compensazione delle stesse determinando in tal modo quale sia l’esposizione finanziaria netta più elevata che una delle due parti sarà tenuta a ripianare nei confronti dell’altra.

Il più classico degli eventi rilevanti che fanno scattare il meccanismo del close-out netting è ovviamente la dichiarazione di insolvenza o la procedura di liquidazione adottati nei confronti dell’intermediario di riferimento (nel nostro caso il broker).

successive modifiche (il Testo Unico della Finanza) con un istituto quale quello sopra indicato in forza del quale l’SGR di turno spoglia del tutto il fondo di riferimento della proprietà dei beni costituiti in garanzia in favore del *broker*.

Al verificarsi della circostanza in questione, a seguito dell'applicazione del close-out netting ⁶ e della regola inserita nell'accordo di prime brokerage che vuole un equilibrato bilanciamento tra le rispettive posizioni debitorie del broker e del fondo, il saldo netto tra le grandezze in questione dovrebbe risultare sostanzialmente in pareggio.

La dinamica poc'anzi illustrata che risponde ad una logica di corretta gestione del rischio, potrebbe essere in alcuni casi alterata dalla richiesta proposta dal prime broker nei confronti di talune controparti di fornire margini in eccesso rispetto al valore delle obbligazioni garantite. Gli effetti della rehypothecation, propri degli accordi di collateralizzazione, secondo quanto sopra rilevato, privano il fondo della possibilità di "tracciare" i beni dati in garanzia in quanto gli stessi confluiscono nel patrimonio del broker che ne acquista la piena titolarità e ne può disporre del tutto liberamente.

Tale evenienza assoggetta il fondo, come già sottolineato, al rischio che al momento dell'accertamento dello stato di dissesto del broker quello, spossessato della titolarità giuridica dei beni, debba essere qualificato come un semplice creditore chirografario che dovrà concorrere, pari passo con gli altri creditori della sua categoria, alla ripartizione degli attivi del broker.

4.3 Gli strumenti per l'attenuazione del rischio controparte: l'ambiente multi *prime-broker*

Le ripercussioni che un evento patologico sulle attività del prime broker possono determinare sulla consistenza dei fondi alternativi non si limitano soltanto a criticità di carattere squisitamente legale ma possono investire in modo ugualmente significativo la diretta operatività gestoria della SGR.

Lo stato di dissesto che coinvolge il broker, infatti, necessariamente travolge le funzioni da quello esercitate per conto dei fondi hedge (pensiamo all'attività di securities lending oppure alle contrattazioni in derivati con controparte il broker) le cui strategie di investimento rischiano di essere penalizzate, per effetto dell'incerta sorte delle operazioni disposte dagli investment manager.

Come attenuare quindi il rischio che l'accentramento di servizi strategici per i fondi alternativi presso un unico intermediario in caso di default di quest'ultimo paralizzi di fatto le attività dei gestori dei fondi?

La soluzione che comincia ad essere impiegata sempre più spesso dagli operatori dell'industria hedge è la diversificazione dei centri di imputazione di funzioni e la creazione di un ambiente/apparato organizzativo multi-prime broker che consenta di ripartire i servizi per singolo intermediario in un contesto di interscambiabilità di ruoli.

⁶ Tendenzialmente il funzionamento del meccanismo di *close-out netting* avviene su impulso della cd. *non-defaulting party* che notifica alla parte inadempiente (*defaulting-party*) la volontà di avvalersi dello strumento in questione.

La molteplicità di interlocutori permette inoltre al gestore dei fondi alternativi di valutare tempo per tempo il merito di credito dei singoli prime broker e quindi di calibrare l'operatività in essere a seconda dell'evoluzione della solidità patrimoniale delle diverse controparti.

La designazione di più broker è, comunque, una strada non priva di controindicazioni. Mettere in piedi un'architettura organizzativa che preveda uno interscambio anche consistente di flussi informativi tra una pluralità di soggetti (SGR, banca depositaria, i prime broker) è un'operazione senz'altro onerosa e che può presentare rischi operativi di non secondaria importanza. Le rendicontazioni, i flussi di cassa e le riconciliazioni contabili sono processi gestionali la cui efficiente elaborazione presuppone e si fonda su sistemi e procedure ben articolati e che necessitano evidentemente di sforzi economici anche significativi.

Tuttavia, pur con la consapevolezza degli sforzi necessari da compiere, la migrazione verso un sistema che contempli una pluralità di broker con attribuzioni ripartite, in una prospettiva di riduzione della dipendenza da un'unica fonte di approvvigionamento di servizi coessenziali, appare, per i fondi alternativi, un'esigenza imprescindibile soprattutto in un contesto economico-finanziario che sottopone i gestori di fondi alternativi a stress ed insidie mai sperimentati nel passato.

Ubaldo Caracino



E' socio dello Studio Zitiello & Associati dal marzo 2008 dove è approdato dopo aver maturato una significativa esperienza nel settore del diritto bancario e dei mercati finanziari presso primari studi legali sia nazionali che internazionali. Si è interessato ed ha seguito, prevalentemente per banche ed istituzioni finanziarie sia estere che domestiche, operazioni di finanza strutturata (emissione di credit linked notes, fondi strutturati), emissioni obbligazionarie quotate su mercati regolamentati esteri, quotazione di ETF, operazioni di acquisition finance e corporate lending, la revisione della contrattualistica avente ad oggetto strumenti finanziari derivati (ISDA, IPMA, OSLA Master Agreements), il collocamento e la distribuzione in Italia di prodotti di finanza strutturata, fondi speculativi, fondi di fondi speculativi, nonché la costituzione ed l'iscrizione presso la Banca d'Italia di SGR per la gestione di fondi chiusi di private equity. Ubaldo è inoltre autore di numerose pubblicazioni ed articoli di settore in materia bancaria e finanziaria e partecipa regolarmente a conferenze, convegni e seminari su tematiche riguardanti il diritto dei mercati finanziari.