## UNIVERSITÀ COMMERCIALE "L'UIGI BOCCONI"

## Dottorato di Ricerca in Diritto Commerciale

# L'INSOLVENZA NEL MERCATO MOBILIARE NON REGOLAMENTATO

Comitato Tesi:

Chiar.mo Prof. Ettore GLIOZZI

Chiar.mo Prof. Giovanni GRIPPO

Chiar.mo Prof. Oreste CAGNASSO

Tesi di dottorato di: Alessandro Valerio GUCCIONE

XVI CICLO

## Sommario

INTRODUZIONE	11
1. Ragioni di uno studio in materia di procedure di insolvenza nel merc	ato <i>OTC</i> .:13
2. Struttura del lavoro	14
3. Cenni sull'origine storica del problema. Evoluzione della d	isciplina delle
transazioni over - the - counter e dei contratti di borsa	15
L.	
CAPITOLO I: I SISTEMI PER IL CONTROLLO DEL RISCHIO DI O	CREDITO NEI
CONTRATTI OVER - THE - COUNTER E LE RAGIONI D	ELLA LORO
RILEVANZA A FINI MICROECONOMICI E SISTEMICI.	20
1. Individuazione del campo di indagine e struttura del capitolo	21
Sezione Prima: Il Sale and Repurchase Agreement	22
1.1. Struttura e funzionamento del Sale and Repurchase Agreement:	a) Struttura.22
1.2. b) Funzione economica del Repo	23
1.3. c) Impieghi del Repo.	24
1.4. d) La standardizzazione del contratto.	25
2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza:	a) il controllo
dell'esposizione netta.	
2.2. b) le regole sull'inadempimento	28
2.3. c) La nozione di "Equivalent Securites". La Substitution	29
Sezione Seconda: I derivati OTC	30
1.1. Struttura e funzionamento dei derivati OTC:a)Struttura dei credi	it derivatives30
1.2. b) Impieghi	33
1.3. c) Standardizzazione	33
2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza	34
2.2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenz	a. Le regole
sull'inadempimento in generale	35
2.2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza: a)	Individuazione
dei casi rilevanti	36
2.2.2. b) Risoluzione anticipata delle Transazioni in essere (Early Te	rmination)36
2.2.3. c) Determinazione delle rispettive posizioni nette	
Sezione Terza: I contratti del mercato dei cambi	38
1.1. Struttura e funzionamento delle operazioni in cambi a pronti	e a termine. a)
Struttura	39
1.2. b) Funzione del contratto.	39

1.3. c) Impieghi	39
1.4. d) La standardizzazione del contratto	
2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza	41
Sezione Quarta: Le funzioni microeconomiche delle clausole su	ıll'insolvenza:
l'impiego per il controllo dell'esposizione creditizia	42
1. Le funzioni delle clausole sull'insolvenza in generale	42
1.1. La valutazione dei crediti nelle banche. Il coefficiente di solvibili	tà44
1.2. Il coefficiente di solvibilità a fronte del rischio di credito	45
2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da	a accordi di
compensazione. Il sistema del primo Accordo di Basilea	47
3.1. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite d	a accordi di
compensazione nelle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia. a)	Gli impegni e
le garanzie rilasciate; e b) i derivati	49
3.2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da	"accordi di
compensazione"	51
3.3 I requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato	53
4. Il sistema del nuovo Accordo di Basilea	55
4.1. La valutazione delle posizioni fuori bilancio in generale	
4.2. Le tecniche per la attenuazione del rischio di credito (Credit Ri	sk Mitigation)
in generale	
4.2.1. Le garanzie reali (collateral) in generale	
4.2.2. Le garanzie reali che assistono le obbligazioni nascenti da cont	
4.2.3. I derivati su crediti	
4.3. Le questioni attinenti al trading book	
Sezione Quinta: Rilevanza sistemica del corretto funzionamento	
sull'insolvenza	
1. I termini del problema	
2. L'incertezza legale come fonte di rischio sistemico: i problemi d	
clausole sull'insolvenza in generale	
3. Le ragioni della rilevanza macroeconomica del problema	61
CAPITOLO II: LA LEGGE APPLICABILE ALLE GARANZIE REAI	LI TIPICHE E
MEDIANTE OUTRIGHT TRANSFER	63
Sezione Prima: Il problema della legge applicabile alle garanzie	su strumenti
finanziari: la struttura del settlement di operazioni cross - border	65

Ŷ

2. Organizzazione dei servizi di cross – border settlement	66
3. Funzioni economiche del cross - border settlement	68
4. Complessità del cross – border settlement	69
5. Il dibattito sulla natura dei diritti dei depositanti e i problemi ad esso collega	ti.71
Sezione Seconda: Il problema della legge applicabile alle garanzie su strun	nenti
finanziari oggetto di transazioni cross - border. Gli ordinamenti di common law	74
1. I termini del problema: le sentenze Macmillan Inc v Bishopgate Investment ?	Trusi
plc e Re Harvard Securities Ltd	
2. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applic	abile
alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari nei direct hol	lding
systems	77
3. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applica	
alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari negli indirect hol	lding
systems	79
3. a. I possibili conflitti nella "chain of intermediation"	80
3. b. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termin	i del
dibattito dottrinale. Il PRIMA	80
3. c. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termin	
dibattito dottrinale. Il see – through approach.	82
Sezione Terza. Il problema della legge applicabile agli strumenti finanziari imn	nessi
in regime di deposito accentrato nell'ordinamento italiano	83
1. Introduzione. La disciplina fino alla Convenzione di Roma e alla legge 218	3 del
1995	83
2. Il diritto in vigore: la disciplina convenzionale	85
3. Il diritto vigente. L'art. 59, comma 3 della legge 218 del 1995	86
4. Il diritto vigente. I titoli dematerializzati	88
5. La natura dei diritti degli aderenti ai sistemi di deposito accentrato nella dot	trina
italiana	88
Sezione Quarta: Il problema del recharacterisation risk.	91
1. Nozione di recharacterisation risk	91
2. Le conseguenze sui contratti di garanzia	93
3. La riqualificazione nei contratti regolati dal diritto interno	
3.1. La qualificazione come pegno	94
3.2. La qualificazione come patto commissorio	
4. La riqualificazione delle transazioni cross - border: il problema o	delle
qualificazioni nel caso delle outright transfers	
1	

1-

5. Le garanzie finanziarie <i>cross – border</i> e l'ordine pubblico98
6. La recharacterisation dei derivati di credito99
CAPITOLO III: I PROBLEMI DI <i>ENFORCEABILITY</i> DEI SISTEMI PER IL CONTROLLO DELL'ESPOSIZIONE CREDITIZIA IN RELAZIONE ALLE
DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INSOLVENZA102
1. Introduzione. I problemi di enforceability dei contratti di garanzia finanziaria nel
caso di procedure concorsuali
2. Il problema del cherry picking in generale e nell'ordinamento giuridico italiano 103
3. segue. L'art. 203 del T. U. F
4. Il problema dei rapporti tra gli accordi di netting e le norme fallimentari in materia
, di compensazione
5. La c.d. zero hour rule112
6. I problemi di diritto internazionale privato. Il limite dell'ordine pubblico 114
7. Il coordinamento tra le procedure concorsuali. Il regolamento (CE) n. 1346/2000
del Consiglio del 29 maggio 2000 relativo alle procedure di insolvenza115
CAPITOLO IV: LE POSSIBILI SOLUZIONI AL PROBLEMA DEL LEGAL RISK
DEI SISTEMI PER IL CONTROLLO DELL'ESPOSIZIONE CREDITIZIA E DELLE
GARANZIE FINANZIARIE 119
1. Introduzione 119
Sezione Prima: Il Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the
Central Banks of the Group of Ten Countries
2.1. Il Rapporto Lamfalussy. I vantaggi economici dell'impiego del netting. [
problemi giuridici in generale
2.2. Le raccomandazioni di <i>policy</i>
2.3. L'impatto dei sistemi di netting sui rischi di credito, di liquidità e sistemico. I
third party effects123
2.4. L'importanza della legal enforceability
Sezione Seconda: La posizione del Contact Group del Fondo Monetario
Internazionale125
3.1. Le conclusioni del Contact Group on the Legal and Institutional
Underpinnings of the International Financial System. Le procedure di insolvenza
domestiche125
3.2. segue. Le procedure concorsuali cross – border
3.3. La contract enforceability127

4.1. Il primo rapporto Giovannini.	.:129
4.2. Le barriere relative alla certezza legale in ge	ii
4.3. La Barrier 13: l'assenza di un quadro norm	nativo comunitario per la disciplina
dei diritti su strumenti finanziari	131
4.4. La Barrier 14: Le differenze nazionali r	
bilaterale delle transazioni finanziarie	
4.5. La Barrier 15:mancanza di regole di diritto	
5.1. Il secondo Rapporto Giovannini	<del>-</del>
5.2. La rimozione delle singole barriere legali.	·
project	<u>133</u>
5.3. Il futuro assetto del mercato del clea	∥ <i>rring</i> e del <i>settlment</i> all'interno
dell'Unione Europea	136
š	, ,
CAPITOLO V: LE GARANZIE FINANZIARIE	NEI MERCATI <i>OTC</i> E LA
DISCIPLINA DELLA SETTLEMENT FINALITY. LA	A DIRETTIVA 98/26/CE 137
1. Introduzione. Lo scopo della direttiva e le materi	ie regolate137
2. L'ambito di applicazione della direttiva	4
3. La definitività del netting e degli ordini di tras	ferimento. Il problema della tutela
dei terzi contro la definitività	143
4.1. Gli altri elementi costitutivi della settlement	
l'apertura della procedura di insolvenza	· ·
4.2. segue. La sanatoria delle cause di invalidità d	o inefficacia delle operazioni e dei
contratti	
4.3. segue. La definitività dell'utilizzo dei fondi	
dell'insolvente	<del>-</del>
5. L'irretroattività delle procedure concorsuali!	
6. La zero hour rule	156
7. La legge applicabile al sistema	
8.1. I diritti del detentore di una garanzia in titoli i	nel caso di insolvenza del soggetto
che ha fornito la garanzia. L'ambito di applicazione	
8.2. segue. La tutela dei diritti di garanzia a fav	
settlement	<del>-</del>
8.3. segue. La legge applicabile ai diritti di gara	nzia dei partecipanti a sistemi di
settlement	165
8.4. Il rapporto tra l'art. 8 e l'art. 9, paragrafo 2	169
9. La tutela dei soggetti diversi dai partecipanti ai si	•

10. La natura dei diritti dei partecipanti ai sistemi di settlement	171
CAPITOLO VI: LE GARANZIE FINANZIARIE NEI MERCATI OTO	E LA
DISCIPLINA DELLA SETTLEMENT FINALITY. IL DECRETO LEGISLAT	rivo 12
APRILE 2001, N. 210	173
1. Introduzione. La legge comunitaria 1999	173
2. L'ambito di applicazione. Il problema dei partecipanti indiretti	175
3.1. La definitività del settlement	177
3.2. segue. La prova della scientia decoctionis	180
4. Gli altri elementi costitutivi della definitività	
5. La zero hour rule	181
6. La legge applicabile al sistema. Rinvio	
7. I diritti del partecipante.	183
8. L'attuazione dell'art. 9 della direttiva. Il diritto alla garanzia	185
9.1. La legge applicabile ai diritti di garanzia	187
9.2. La legge applicabile agli strumenti finanziari non dematerializzati	189
CAPITOLO VII: LA DISCIPLINA POSITIVA DEI FINANCIAL COLL	ATERAL
ARRANGEMENTS. LA DIRETTIVA 2002/47/CE	191
1. Introduzione. La direttiva 2002/47/CE	191
2. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi	
3. segue. I presupposti oggettivi	195
4. La nozione di contratto di garanzia finanziaria	197
5. La forma dei contratti di garanzia finanziaria.	
6. Il riconoscimento dei modi di realizzo delle garanzie finanziarie	199
7. Il diritto di utilizzare la garanzia finanziaria nel caso di contratti di	garanzia
finanziaria con costituzione di garanzia reale	203
8. Il riconoscimento delle outright transfers	207
9.1. Il riconoscimento del close – out netting	208
9.2. segue. L'esenzione degli accordi di close - out netting dall'osserva	nza delle
regole procedurali in materia di insolvenza	210
10.1. La disapplicazione delle regole sull'insolvenza. Gli atti compiuti ne	l periodo
sospetto	212
10.2 segue. Il diritto di sostituzione nelle procedure di insolvenza	213
11.1. Il conflitto tra leggi. Il problema dell'individuazione del place of the	e relevani
intermedian	214

11.2. segue. Le materie soggette al PRIMA	216
CAPITOLO VIII: LA DISCIPLINA POSITIVA DEI FINANCIAL CO.	LLATERAI
ARRANGEMENTS. IL DECRETO LEGISLATIVO 21 MAGGIO 2004, N. 1	70219
1. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi	
2. segue. I presupposti oggettivi.	
3. La nozione di contratto di garanzia finanziaria	
4. La forma dei contratti di garanzia finanziaria	
5. Le regole sull'escussione della garanzia finanziaria	223
6. Il potere di disposizione delle attività finanziarie oggetto del pegno	224
7. Il riconoscimento dei contratti di garanzia finanziaria mediante trasfer	
titolo della proprietà	225
\$ 8. Il riconoscimento del close – out netting	226
9.1. Le condizioni di realizzo e i criteri di valutazione	228
9.2. Il problema del tipo di sanzione applicabile alla violazione della ragi	
commerciale	
10. Gli effetti delle procedure di liquidazione sulle garanzia finanziarie	
11. La legge applicabile alle questioni attinenti i diritti su strumenti	finanziari
detenuti in forma scritturale	234
12. Le abrogazioni e le modifiche	
CAPITOLO IX: LA HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICA	ABILE ON
CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD	WITH AN
INTERMEDIARY	239
1. Introduzione.	239
2. I lavori preparatori della Convenzione: il "paragraph 37 problem"	239
3. L'ambito di applicazione della Convenzione	244
4. La nozione di securities held with an intermediary	246
5. La regola di diritto internazionale privato	247
6. Le norme di fall – back	249
7. Il divieto del look – through approach	250
8. La successione nel tempo della legge applicabile	252
9. Il rapporto tra la disciplina convenzionale e le norme nazionali in	
insolvenza	253
10. Il rapporto con le norme di ordine pubblico e di applicazione necessaria	

es.

CONCLUSIONI	258
1. Il legal risk delle transazioni del mercato over - the - counte	er come fonte di rischio
sistemico	258
2. La disciplina positiva. Gli aspetti critici	258
3. Il problema di una soluzione definitiva al problema del	legal risk nel mercato
OTC	260
BIBLIOGRAFIA	261

Un uomo deve tenere conto delle azioni più irrilevanti che pure influenzano il suo, credito. Il colpo del tuo martello che il tuo creditore sente alle 5 del mattino o alle 8 di sera lo tranquillizza per sei mesi; ma se ti vede al bigliardo o sente la tua voce all'osteria, quando dovresti essere al lavoro, il mattino dopo ti fa ingiungere di pagare, ed esige il suo denaro prima che tu lo abbia a disposizione

B. FRANKLIN, Necessary hints to those that would be rich, 1736

Et perché questa materia del vendere a termine è molto difficile a intendere bene etiamdio a coloro che fanno professione dell'arte mercantile, per molte difficoltà che ala giornata insorgono nello exercitio di detta vendita, interviene che molti valenti homini in scientia, imperiti niente di meno et inexercitati del commercio mercantile, comunemente dannano questo acto del vendere a termine come contracto del tucto inlicito, sanza fare alcuna destintione. Di che amaravigliamo assai, essendo lo contracto di sua natura licito, utile et necessario per conservatione delli individui et delle case familiari et delle ciptà sia così espressamente dannato dai più di coloro che hanno scripto le Summe dei casi di conscientia.

RAGUSEO, Il libro dell'arte di mercatura, 1458

#### INTRODUZIONE.

ζ.

1. Ragioni di uno studio in materia di procedure di insolvenza nel mercato OTC. Oggetto del presente lavoro sono le procedure di insolvenza nel mercato mobiliare non regolamentato – di seguito indicato come mercato over – the – counter (o mercato OTC) – cioè le procedure, promananti da diverse fonti, attraverso le quali le parti di una transazione conclusa nel mercato OTC reagiscono a situazioni tali da compromettere la regolare esecuzione del contratto.

Tali procedure, analogamente a quanto si verifica per le procedure in essere nel mercato regolamentato, operano su due livelli: quello microeconomico della tutela dell'intermediario non inadempiente, e quello macroeconomico della stabilità del sistema.

L'interesse della dottrina giuridica italiana è stato prevalentemente rivolto al primo livello: da qui la grande importanza attribuita, negli studi in materia, agli aspetti della regolamentazione di più diretta rilevanza sotto tale profilo, quale ad esempio il valore giuridico del certificato di credito<sup>1</sup>. Al contrario lo studio della rilevanza sistemica delle procedure di insolvenza, che pure è alla base di interventi da parte delle autorità di vigilanza e dei legislatori, è stato dalla dottrina giuridica condotto in un'ottica essenzialmente descrittiva. I motivi di interesse sono, tuttavia, numerosi. Sotto l'aspetto strettamente pratico, è sufficiente riflettere sul grave pericolo di contagio<sup>2</sup> al quale sono esposte le economie finanziarie a causa della mancanza di un chiaro quadro normativo dei rapporti tra insolvenza di mercato e crisi dei singoli intermediari, pericolo che sta alla base dell'ampio dibattito in seno alla comunità finanziaria internazionale dal quale sono scaturiti alcuni importanti atti normativi<sup>3</sup>. Sotto il profilo della teoria

40

F. FERRARA JR., L'esecuzione coattiva della compra vendita commerciale, Milano, 1937, pp. 165 ss.; L. BIANCHI D'ESPINOSA, Borsa Valori: a) Organizzazione e funzionamento, in Enc. Dir., Milano, 1959, p. 592; G. COTTINO, Riporto – Permuta, in SCIALOJA e BRANCA (a cura di), Commentario al Codice Civile, artt. 1548 – 1555, Bologna – Roma, 1966; A. SERRA, Borsa Valori: I) Diritto Commerciale, in Enc. Giur. Treccani, Vol. VII, Roma, 1988, p. 7.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Sulle cause del rischio sistemico nel caso di transazioni cross border si veda diffusamente EURO – CURRENCY STANDING COMMITTEE, Recent Developments in International Interbank Relations, Bank for International Settlements, Basle, October 1992.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Una sintesi delle problematiche sollevate dall'inadeguatezza delle attuali strutture normative è condotta in CONTACT GROUP ON THE LEGAL AND INSTITUTIONAL UNDERPINNINGS OF THE

giuridica la materia in oggetto è fonte di numerosi stimoli: basti considerare il rapporto tra le procedure di insolvenza da un lato e le procedure concorsuali ed esecutive dall'altro, i problemi di giustizia sociale connessi ad una materia considerata tecnica, il ruolo delle organizzazioni internazionali nella formazione del diritto positivo e giurisprudenziale, le conseguenze sulle tradizionali categorie del diritto internazionale privato delle strutture organizzative che consentono il funzionamento delle procedure di insolvenza.

2. Struttura del lavoro. Lo studio delle procedure di insolvenza operanti nel mercato over – the - counter è stato articolato secondo la seguente struttura espositiva.

In primo luogo vengono esaminate le principali fattispecie contrattuali impiegate nel mercato over – the – counter, con particolare riferimento alle transazioni cross – border utilizzate dai sistemi di banca centrale per lo svolgimento dei propri compiti istituzionali, e cioè i contratti di pronti contro termine, i derivati di credito e le operazioni sul mercato dei cambi. Come si dirà, infatti, molte delle questioni circa il rilievo sistemico dell'insolvenza del mercato OTC sono state poste in relazione a questi contratti. Di ciascuna di queste transazioni viene descritta la funzione finanziaria e il sistema elaborato dall'autonomia privata per il trattamento delle conseguenze del default alle obbligazioni nascenti dal contratto.

L'analisi delle procedure di insolvenza deve essere poi inserita nel contesto degli attuali sistemi di *clearing* e settlement cross – border. L'impiego di questi sistemi nella fase esecutiva del contratto costituisce il fondamento del primo ordine di problemi che l'insolvenza nel mercato OTC solleva, e che riguardano l'individuazione della legge applicabile ai diritti sugli strumenti finanziari immessi all'interno di detti sistemi,

INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM, Insolvency Arrangements and Contract Enforceability, September 2002; consultabile al sito www.imf.org / external / np / g10 / 2002 / pdf / 120502. pdf (data di consultazione: aprile 2003); BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, OTC Derivatives: settlement procedures and counter party risk management – Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro Currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, September 1998; consultabile al sito http://www.bis.org/publ/cpss27.pdf (data consultazione: aprile 2003); con specifico riferimento alle garanzie finanziarie, si veda J. BENJAMIN, R. POTOK, M. MOSHINSKY, R. GOODE, R. FENTIMAN, J. STEVEN ROGERS, The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws; in JIBF - Special Supplement, September 1998.

nonché i problemi collegati della validità delle garanzie finanziarie realizzate mediante trasferimento delle proprietà.

L'aspetto più importante e complesso della regolamentazione delle procedure di insolvenza nel mercato OTC è rappresentato dal rapporto tra gli accordi delle parti in merito alle conseguenze dell'insolvenza e quanto previsto dalle leggi nazionali in materia di procedure concorsuali. I problemi che sorgono in questa ipotesi consistono: a) nella possibilità per gli organi della procedura concorsuale di rendere inefficaci le transazioni concluse (e quindi l'esito del regolamento delle diverse posizioni) entro un certo termine prima della dichiarazione di insolvenza ovvero di scegliere a quali transazioni dare seguito nel caso di contratti ancora pendenti, b) nell'inopponibilità al concorso delle garanzie reali e in particolare di quelle che siano state costituite con la previsione della possibilità di impiego o di sostituzione; c) nell'inefficacia delle cautele contrattuali (margini di garanzia, varie specie di netting).

Dopo avere esposto i termini del dibattito, condotto in seno ad alcuni organismi internazionali, circa le possibili soluzioni ai problemi sopra descritti, vengono analizzate le soluzioni di diritto positivo già adottate in sede comunitaria e nazionale e quelle in corso di recepimento, le quali lasciano aperta la strada a numerosi dubbi relativi sia all'adeguatezza delle risposte fornite, sia alla loro equità.

- Nel paragrafo che segue viene delineata brevemente l'evoluzione storica del problema delle conseguenze sistemiche dell'insolvenza di mercato.
- 3. Cenni sull'origine storica del problema. Evoluzione della disciplina delle transazioni over the counter e dei contratti di borsa. Il problema delle conseguenze sistemiche dell'inadempimento del singolo contratto comincia a porsi con la formazione delle prime forme di organizzazione dei mercati, insieme alle quali emergono le norme destinate a disciplinare il problema delle conseguenze della mancanza di liquidità del mercato dovuta a comportamenti individuali<sup>4</sup>. La piena consapevolezza del problema

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Nel diritto romano, mentre in tema di vendita a contanti valeva la regola secondo la quale il venditore non si spogliava della proprietà nonostante la consegna del bene (INST. II, I, § 41) fino al pagamento del prezzo, la regola generale in tema di vendita a credito era costituita dal passaggio della proprietà con la *traditio*. Questa regola subiva un forte temperamento sia attraverso cautele negoziali, sia per espressa previsione normativa in determinati casi. In particolare il Digesto (D. 18. 6. I. § 3) autorizzava il venditore di vino a rovesciare il contenuto delle proprie botti che fosse stato già venduta in

viene acquisita in epoca intermedia<sup>5</sup> all'interno delle c.d. fiere dei cambi. Nel corso di queste i commercianti, in particolare banchieri e cambiavalute, si ritrovavano per compensare i crediti reciproci attraverso una moneta fittizia di conto (c.d. scudo di marche). La soluzione allora adottata per il problema della liquidità delle transazione viene sintetizzato da SALANDRA: "per la parte non compensata, chiamata rispettivamente avanzo o mancamento, se non veniva pagato in danaro, si operava una novazione a mezzo di una accettazione cambiaria per la prossima riunione".

caso di mora del compratore. Questa regola era stata modificata in via interpretativa da ULPIANO, il quale riteneva in questo caso legittimato il venditore alla vendita a terzi del vino non riscosso.

FIL diritto intermedio francese recepì la regola romana (art. 176 della COÛTUME riformata di Parigi), ma già a partire dal secolo XIV una regola speciale per i venditori di panni fa la propria comparsa: se il compratore non avesse ritirato il panno entro un mese dall'intimazione del venditore, avrebbe perso le arre e il venditore poteva disporre liberamente del panno (ORDONNANCE per i negozianti di panno di Parigi del 1362, art. 27, in *Ordonnances des Rois de France*, III, pag. 585), la regola venne poi estesa ad altre merci. Nel caso di vendite a credito si ebbe un'evoluzione più marcata. In particolare la clausola de precario, cioè la clausola con la quale le parti convenivano che la proprietà non si considerava definitivamente passata al compratore fino all'integrale pagamento del prezzo da parte di quest'ultimo, divenuta di stile fu poi considerata tacitamente inserita in tutti i contratti. Tuttavia in un secondo momento essa fu considerata non più come preclusiva del trasferimento della proprietà, ma semplicemente come costitutiva di un privilegio sulla cosa venduta a favore del venditore. Di questa evoluzione da conto EGGER, *Vermögenshaftung und Hypotek nach frankischen Recht*, Breslau, 1903, pagg. 310 s., riportato in F. FERRARA JR., op. cit., p. 20, nota 36.

Nel diritto intermedio italiano era comune le previsione secondo la quale in caso di mancato ritiro della merce entro il termine legale o negoziale il venditore aveva facoltà di vendere la merce bona fidae e se il prezzo che ne ricavava era inferiore a quello convenuto poteva domandare la differenza, se era superiore era tenuto a restituire al compratore l'eccedenza. In questo modo si esprimono sia la CONSTITUTIO USUS PIS., sia lo STAT. MERCAT. URBIS (CONSTITUTIO USUS PIS. C. 36, e STAT. MERCAT. URBIS del 1317, pag. 19, entrambi riportati in PERTILE, Storia del diritto italiano, IV, pag. 556 in nota). Una funzione analoga, a vantaggio questa del compratore, era svolta dalle clausole contrattuali che in caso di inadempimento dell'obbligo di consegna autorizzavano il compratore a procurarsi presso un terzo la cosa con condanna del venditore inadempiente (DE LUCA, Theatrum veritatis et Justitiae, L. VII, II, de empt. et vendit., XVI, Napoli, 1758; B. STRACCA, De Mercatura. Decisiones et tractatus verii, dec. 211, pag. 318, Lungduni, 1621)

<sup>6</sup> V. SALANDRA, Le operazioni delle stanze di compensazione, in Studi in onore di Vivante, Vol. II, Roma, 1931, p. 202. Sulla storia delle fiere dei cambi, indicati dallo stesso SALANDRA, op. cit., p. 202,

Venendo a considerare l'evoluzione della legislazione italiana occorre distinguere i contratti di borsa da quelli conclusi over - the - counter.

Riguardo ai contratti di borsa, fin dall'entrata in vigore della legge 20 marzo 1913, n. 272 sulle borse di commercio la materia dell'insolvenza delle transazioni finanziarie – che in precedenza era stata regolata dagli usi delle singole borse e dalle disposizioni di diritto comune contenute negli artt. 67, 68 e 69 del codice di commercio (corrispondenti agli attuali artt. 1515 – 1518 del codice civile in tema di vendita in danno) – riceve una disciplina compiuta e per molti versi corrispondente a quella attuale. La prevenzione del contagio del sistema ad opera della singola insolvenza viene attuata con una serie di strumenti. In primo luogo i presupposti della dichiarazione di insolvenza vengono ampliati in misura considerevole rispetto a quelli riconosciuti dal diritto comune fino a comprendervi non solo l'inadempimento ma anche il verificarsi di circostanze tali da fare presumere l'incapacità del singolo intermediario di fare fronte agli obblighi nascenti in sede di liquidazione mensile<sup>7</sup>, rimettendo alle prassi di mercato l'identificazione dei comportamenti sospetti. Sotto il profilo procedimentale la disciplina appare adeguata alle esigenze dei contratti di borsa, in particolare per quanto

sub nota 1: COHN, Handbuch für das ges. Handelsrecht di ENDEMANN, vol. III, p. 1056 ss.; ANSCHÜTZ, in Zeitschrift für das ges. Handelsrecht, vol. 17; GOLDSCHMIDT, in Zeitschrift für das ges. Handelsrecht, vol. 40; HARISTOY, Virements de comptes et chambres de compensation, Paris, 1906, II; DE TURRI, De cambiis, Disp. 2 quaest. 2 e 18; SCACCIA, §2 Glossa 4; RICCIUS, Exercitationes iuris cambialis, sect. 8; SAVARY, Le parfait négociant, I, p. 257.

L'art. 44 della legge 20 marzo 1913, n. 272 prevedeva che "se una delle parti non esegue il contratto nel tempo stabilito, l'altra entro il quarto giorno non festivo successivo alla scadenza, può richiedere al Comitato degli agenti di cambio la liquidazione coattiva delle operazioni", identificando così nell'inadempimento il presupposto della liquidazione coattiva. La nozione di inadempimento prevista dall'art. 44 della legge va tuttavia letta in relazione a quanto disposto dall'art. 17 del R. D. 4 agosto 1913, n. 1068 (Regolamento per l'esecuzione della legge 20 marzo 1913, n. 1068), e cioè che "le insolvenze notorie e formalmente accertate prima della liquidazione mensile sono immediatamente liquidate dal Sindacato, debitamente autorizzato dalla Deputazione di borsa" secondo le modalità stabilite dal Regolamento speciale della borsa. La nozione di insolvenza notoria e formalmente accertata veniva desunta dagli usi di borsa, i quali la riferiscono a comportamenti sintomatici del *futuro* inadempimento e in particolare al mancato compimento delle operazioni che normalmente preludevano ad una regolare liquidazione mensile.

attiene alla determinazione dei prezzi della liquidazione<sup>8</sup>: questo dato – grazie all'influenza esercitata sulla redazione delle norme sulle conseguenze del fallimento sui contratti di borsa – è, come si dirà, alla base delle numerose difficoltà incontrate dalla dottrina italiana nell'estendere la disciplina dell'art. 76 l. fall. alle transazioni *OTC*. Infine emerge la scelta di garantire la liquidità del sistema e il suo regolare funzionamento attraverso l'istituzione di fondi di garanzia per i singoli contratti ovvero per i saldi netti di liquidazione<sup>9</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> La legge regolava la liquidazione in modo assai elementare. In seguito alla richiesta di liquidazione coattiva il Comitato procedeva "alla liquidazione eseguendo le necessarie operazioni di compera e vendita" rilasciando alla controparte adempiente " un certificato per il credito che risulta dalla liquidazione, inclusivo delle spese e dei diritti dovuti al Comitato". Le condizioni alle quali la transazione veniva eseguita coattivamente erano quelle del mercato nel giorno dell'esecuzione, gravando sulla parte adempiente per intero il rischio di una modifica a sé sfavorevole del corso dei prezzi. L'unica garanzia sulla quale essa poteva fare affidamento era rappresentata dal certificato di credito il quale in sostanza documentava la differenza tra il prezzo convenuto e quello al quale la transazione era stata in effetti regolata.

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> L'intervento più importante è rappresentato dal Regio Decreto - Legge 7 marzo 1925, n. 222, convertito nella legge 21 marzo 1926, n. 597 (Riordinamento delle borse). Gli aspetti maggiormente significativi sono la costituzione, ad opera dell'art. 4, di un fondo comune formato da parte dei proventi dei componenti la Corporazione degli agenti di cambio, nonché l'espressa previsione della responsabilità solidale della Corporazione da farsi valere su detto fondo comune e in caso di insufficienza di questo su un importo pari al venticinque percento del valore complessivo della cauzioni degli agenti di cambio. Con il successivo Regio Decreto 9 aprile 1925, n. 376 emanato in esecuzione dei Regi Decreti - Legge 26 febbraio 1925, n. 176; 7 marzo 1925, n. 222 e 9 aprile 1925, n. 375, il legislatore intervenne nuovamente a regolare il fondo comune degli agenti di cambio. La natura consortile del fondo risulta dalle disposizioni dell'art. 6 che regola le modalità e la misura delle contribuzioni al fondo, nonché dalla responsabilità dei partecipanti per le obbligazioni del fondo. Con il Regio Decreto - Legge 30 giugno 1932, n. 815 vengono chiariti alcuni importanti aspetti del funzionamento della liquidazione coattiva e in generale della liquidità del mercato. Il pericolo dell'insolvenza degli agenti di cambio viene fatto gravare sugli agenti di cambio stessi, ai quali è prescritto (art. 9) l'obbligo di provvedere in parti uguali alla reintegrazione delle somme a qualsiasi titolo erogate dal Fondo. Viene inoltre previsto che le somme recuperate dal Fondo contro l'insolvente saranno di pertinenza del fondo senza alcun diritto di rimborso in capo a coloro che avevano provveduto a reintegrare il fondo stesso. Con l'art. 13 viene sancita la definitività delle operazioni di liquidazione di borsa, nonché l'impossibilità di revocare in sede fallimentare i contratti di borsa conclusi.

Con riferimento alla transazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati manca, almeno fino all'entrata in vigore del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (e in particolare dell'art. 203), una disciplina speciale delle conseguenze dell'insolvenza intesa in senso ampio sul contratto<sup>10</sup>. Quest'ultima è stata pertanto ricostruita dalla dottrina in base alle disposizioni del diritto comune, e per quanto possibile, in base alle disposizioni in materia di contratti di borsa. Sulle conclusioni a cui la dottrina è pervenuta si rinvia al capitolo terzo.

Con l'art. 1 del Regio Decreto - Legge 14 maggio 1925, n. 601, convertito nella legge 18 marzo 1926, n. 562 sulla esecutorietà dei contratti di borsa a termine, la possibilità di domandare la liquidazione coattiva dei contratti di borsa di cui all'art. 34 della legge 20 marzo 1913, n. 272 - cioè i contratti di borsa a termine - fu estesa ai contratti conclusi con società esercenti il credito o con istituti di credito con patrimonio non inferiore a 5 milioni di lire. Questa estensione venne ulteriormente ampliata con il Regio Decreto - Legge 20 dicembre 1913, n. 1607 convertito nella legge 20 aprile 1933, n. 504, la quale all'art. l disponeva che era possibile ricorrere alla liquidazione coattiva ad opera del Comitato direttivo degli agenti di cambio per "i contratti, tanto a contanti che a termine, o di riporto" aventi per oggetto titoli di Stato o di enti pubblici, nonché obbligazioni, azioni o altri titoli a condizione che, tra l'altro, una delle parti fosse iscritta nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. L'albo venne istituito con Decreto Ministeriale 27 dicembre 1932 e furono ammessi a detto albo, a) gli Istituti di credito, anche se in forma cooperativa, costituiti od operanti nel territorio italiano, con un capitale non inferiore a venti milioni di lire, b) le Casse di Risparmio e i Monti di Pietà con patrimonio non inferiore a dieci milioni di lire, nonché c) gli Enti finanziari, costituiti od operanti nel territorio italiano, con un capitale non inferiore a trenta milioni di lire ed operanti da almeno un anno nel settore finanziario in modo indipendente da altri enti. Per gli enti di diritto pubblico era prevista l'iscrizione d'ufficio.

Questa conclusione appare valida nonostante la chiara opzione di tipo soggettivo operata dalla legge del 1913 in merito all'ambito di applicazione delle speciali norme sulla liquidazione coattiva a tutte le operazioni concluse tra agenti di cambio ovvero delle quali una delle parti fosse un agente di cambio, ovvero un soggetto equiparato a questi ultimi (cioè, in base all'art. 64, banchieri, commissionari di borsa e cambiavalute).

### CAPITOLO I

I SISTEMI PER IL CONTROLLO DEL RISCHIO DI CREDITO NEI CONTRATTI OVER THE COUNTER E LE RAGIONI DELLA LORO RILEVANZA A FINI MICROECONOMICI E SISTEMICI.

Sommario: 1. Individuazione del campo di indagine e struttura del capitolo; Sezione Prima: Il Sale and Repurchase Agreement; 1.1. Struttura e funzionamento del Sale and Repurchase Agreement: a) Struttura; 1.2.; b) Funzione economica del Repo; 1.3. c) Impieghi del Repo; 1.4. d) La standardizzazione del contratto; 2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza: a) il controllo dell'esposizione netta; 2.2. b) le regole sull'inadempimento; 2.3. c) La nozione di "Equivalent Securites". La Substitution; Sezione Seconda: I derivati OTC; 1.1. Struttura e funzionamento dei derivati OTC: a) Struttura dei credit derivatives; 1.2. b) Impieghi; 1.3. c) Standardizzazione; 2.1 Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza. I mezzi per la garanzia dell'esposizione netta; 2.2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza. Le regole sull'inadempimento in generale; 2.2.1. a) Individuazione dei casi rilevanti; 2.2.2. b) Risoluzione anticipata delle Transazioni in essere (Early Termination); 2.2.3 c) Determinazione delle rispettive posizioni nette; Sezione Terza: I contratti del mercato dei cambi; 1.1. Struttura e funzionamento delle operazioni in cambi a pronti e a termine. a) Struttura; 1.2. b) Funzione del contratto; 1.3. c) Impieghi; 1.4. d) La standardizzazione del contratto; 2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza; Sezione Quarta: Le funzioni microeconomiche delle clausole sull'insolvenza: l'impiego per il controllo dell'esposizione creditizia; 1. Le funzioni delle clausole sull'insolvenza in generale; 1.1. La valutazione dei crediti nelle banche. Il coefficiente di solvibilità; 1.2. Il coefficiente di solvibilità a fronte del rischio di credito; 2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da accordi di compensazione. Il sistema del primo Accordo di Basilea; 3.1. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da accordi di compensazione nelle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia. a) Gli impegni e le garanzie rilasciate; e b) i derivati; 3.2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da "accordi di compensazione"; 3.3. I requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato; 4. Il sistema del nuovo Accordo di Basilea; 4.1. La valutazione delle posizioni fuori bilancio in generale; 4.2. Le tecniche per la attenuazione del rischio di credito (*Credit Risk Mitigation*) in generale; 4.2.1. Le garanzie reali (*collateral*) in generale; 4.2.2. Le garanzie reali che assistono le obbligazioni nascenti da contratti *OTC*; 4.2.3. I derivati su crediti; 4.3. Le questioni attinenti al *trading book*. Il trattamento del rischio di controparte; *Sezione Quinta*: Rilevanza sistemica del corretto funzionamento delle clausole sull'insolvenza; 1. I termini del problema; 2. L'incertezza legale come fonte di rischio sistemico: i problemi di validità delle clausole sull'insolvenza in generale; 3. Le ragioni della rilevanza macroeconomica del problema.

1. Individuazione del campo di indagine e struttura del capitolo. La disciplina dell'insolvenza di mercato può essere articolata su due piani differenti: quello delle regole attraverso le quali viene attuata la garanzia dell'adempimento delle singole transazioni, e quello dei mezzi attraverso i quali in un sistema di settlement multilaterale su base netta, viene garantito l'adempimento dei saldi finali risultanti dalle procedure di liquidazione. Sul piano degli interessi in gioco, la prima specie di garanzia pone una serie di problemi di natura essenzialmente microeconomica, attinenti cioè alla singola impresa parte di tali contratti; al contrario la garanzia dei saldi netti pone problemi di natura sistemica, legati cioè all'integrità del sistema dei pagamenti.

Oggetto di questo capitolo è il fenomeno dell'insolvenza di mercato nel caso di transazioni concluse nel mercato over the counter, con particolare riferimento alle transazioni concluse tra operatori non residenti nel medesimo ordinamento giuridico (c.d. transazioni cross – border), quale regolamentato da parte dei master agreements più comunemente utilizzati per i diversi tipi di transazioni cross – border. L'importante ruolo dell'autonomia privata ha infatti condotto a forme di autoregolamentazione che hanno riguardato i diversi aspetti dell'organizzazione e del funzionamento del mercato e in particolare all'adozione da parte della stragrande maggioranza degli operatori di forme standard di contratto, all'interno dei quali vengono regolati i profili dell'insolvenza di mercato sopra indicati.

Nel presente capitolo, a) con riferimento ai singoli tipi negoziali viene illustrata la struttura ed il funzionamento del contratto e delle clausole sull'insolvenza (comprendendo in questa categoria sia strumenti preventivi, quali le garanzie su strumenti finanziari, sia le regole applicabili una volta che l'insolvenza si sia verificata); b) vengono illustrati i profili microeconomici delle clausole sull'insolvenza e in particolare quale è il ruolo di queste clausole all'interno della normativa in tema di vigilanza prudenziale sugli intermediari finanziari, e c) vengono esposte le ragioni per le

ः

quali le clausole sull'insolvenza hanno rilevanza sistemica, quali sono le dimensioni del fenomeno e vengono introdotti i problemi di regolamentazione delle clausole sull'insolvenza che aggravano il rischio sistemico del mercato *OTC* e che formano oggetto dei capitoli successivi.

#### Sezione Prima: Il Sale and Repurchase Agreement

1.1. Struttura e funzionamento del Sale and Repurchase Agreement: a) Struttura. Nella sua struttura elementare il pronti contro termine (Sale and Repurchase agreement, da cui l'acronimo Repo) consta di un acquisto a pronti di una quantità di strumenti finanziari per un determinato importo, con l'assunzione da parte del venditore del contestuale obbligo di riacquistare la medesima quantità di strumenti finanziari a una data futura per un prezzo predeterminato<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Sulla struttura del contratto e sulla differenza tra Repurchase Transaction e Buy/Sell Back Transaction si vedano rispettivamente i paragraphs 1 (a) e (b) del TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement, 2000 Version, consultabile al sito http://www.isma.org; in generale si vedano C. BROWNE, How to Spot a Repo in the Finanacial Jungle, in IFLA, 1997, February, H. MOTANI, Legal Aspects of Repo, The Euro money Multy - Currency Repo Handbook, London, 1997. Sugli aspetti generali della struttura e regolamentazione delle repurchase transactions, BURM HUR, Some legal aspects in cross - border repurchase transactions involving immobilised securities, Part 2, in JIBFL, 2000, 415; BURM HUR, Some legal aspects in cross - border repurchase transactions involving immobilised securities, Part 1, in JIBFL, 2000, 366; J. BUSH, The PSA - ISMA Agreement: an analysis of the principal terms, in JIBFL, 1997, 33; G. MORTON, International Coverage of the PSA - ISMA GMRA, in JIBFL, 1997, 128; K. TYSON QUAH, US - Treasury Securities Overseas Custody, Settlement, Repo and Collateral, in JIBFL, 1997, 165; C. BROWN - J. O'NEILL, Legal Risk Analisys for Repurchase Transactions in Emerging Markets, in JIBFL, 1997, 210; E. UWAITO, The legal requirements for securities lending and repos and the legal effect of EMU, in European Financial Service Law, 1997, 224; H. MOTANI, Repo technology on the collateral train, in European Financial Service Law, 1996, 150. Sulle dimensioni dell'utilizzo del Repo International Securities Market Association, ISMA - European Repo Market Survey - no. 1,

Sul Repo nei diversi ordinamenti giuridici A. BESSE; F. AUCKENTHALER, French "Repo" Transactions, in JIBFL, 1995, 83; A. PERROT, La vente à réméré de valeurs mobilières, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1993, 1; A. REYGROBELLET, Opposabilité ou Inopposabilité de la clause de réserve de propriété (observations de droit comparé et de droit international privé), in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1990, 535; M.

ž

June.

In genere il settlement delle transazioni ha luogo secondo il sistema Delivery Versus Payment (DVP), cioè con la contestuale consegna degli strumenti finanziari e del danaro che formano oggetto del contratto. Non è prevista alcuna consegna fisica, e questa ha luogo con movimentazioni sui rispettivi conti detenuti dagli intermediari presso i soggetti che gestiscono i servizi di pagamento e di settlement delle operazioni in strumenti finanziari (es. T. A. R. G. E. T).

Una forma molto diffusa di Repo è rappresentata dal Tri – Party Repo che consente alle imprese che non sono in grado di sopportare i costi della complessa attività di gestione dei margini di garanzia di accedere a questo particolare settore del mercato monetario. Nel Tri – Party Repo, come indicato dalla denominazione, nella relazione tra soggetto finanziatore e soggetto finanziato interviene un operatore di servizi di gestione accentrata, quale ad esempio Euroclear il quale si fa carico della gestione del contratto per conto delle parti in cambio di una commissione che è inferiore al costo di una gestione in proprio grazie alle economie di scala che l'operatore è in grado di realizzare.

1.2. b) Funzione economica del Repo. La funzione del contratto è essenzialmente finanziaria, poiché il prezzo della retrovendita viene determinato

LANTELME, *Il* TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement (*versione 2000*), in *Mondo Bancario*, novembre, 23 e ss..

Sull' European Master Agreement per operazioni finanziarie, oltre alle Disposizioni Generali consultabili al sito dell'European Bankers' Association, CLIFFORD CHANCE, Clifford Chance - Comparison of the main Provisions of TBMA ISMA and EMA; S. MACCARONE, Opinione sulla conformità dell'EMA al diritto italiano; dattiloscritto; F. CALLEGARO, European Master Agreement, dattiloscritto.

Nella pratica dei mercati finanziari si è soliti distinguere (WARBURG DILLON READ, The International Repo Market – An investor Guide) tra Repo e Reverse Repo; si tratta peraltro di una distinzione priva di significato dal punto di vista strutturale, in quanto usata per indicare la posizione assunta dal singolo contraente: per il soggetto che vende gli strumenti finanziari, e pertanto assume la posizione di finanziatore, il contratto è denominato Repo, per il soggetto che compra con il patto di retrovendita, ed assume quindi la posizione di soggetto finanziato, il contratto è denominato Reverse Repo. Per esemplificare, se la Bança Alfa decide di finanziarsi presso la Bança Beta tramite un pronti contro termine, si dice che la Bança Alfa ha concluso un Reverse Repo, mentre la Bança Beta avrà concesso un finanziamento sotto forma di Repo.

l'esattezza di tratta di "un prestito garantito, in cui la garanzia è rappresentata dai titoli stessi" 12. Per chiarire il funzionamento si può ricorrere al seguente esempio. La Banca A possiede BTP italiani con scadenza a 10 anni per un valore di mercato di 100 milioni di Euro, e per rispettare l'obbligo di riserva ha bisogno di depositare 100 milioni di Euro sul conto detenuto presso la Banca Centrale per un periodo di 10 giorni. La Banca B conclude con la Banca A un Repo con il quale acquista i BTP per 100 milioni di Euro e si obbliga alla retrovendita della medesima quantità e specie di titoli al decimo giorno dall'acquisto. Il prezzo della retrovendita sarà quindi pari a 100 milioni di Euro più gli interessi per 10 giorni, calcolati in base all'Euribor a tre mesi pari al 3% cioè:

$$P_r = P_{tit} * (1 + t*(r/365))$$

dove P<sub>r</sub> è il prezzo della retrovendita, P<sub>tit</sub> il prezzo di mercato dei titoli al tempo della conclusione del contratto, t la durata in giorni del contratto e r il tasso di interesse di riferimento. Pertanto la Banca A pagherà alla Banca B 100.082.192 Euro quale prezzo per il riacquisto dei BTP.

13. c) Impieghi del Repo. Date le brevi scadenze dedotte in contratto<sup>13</sup>, il pronti contro termine viene considerato uno strumento di mercato monetario, ed è impiegato da parte dagli intermediari finanziari come strumento di gestione della tesoreria,

Bologna, 1995, (ed. italiana a cura di A. Macchiati), p. 436. In ragione della garanzia prestata il repo rate è in genere più basso di quello praticato sui prestiti non garantiti: J. BENJAMIN, Interests in Securities – A Proprietary Law Analisys of the International Securites Markets, Oxford, 2000, p. 138, T. ASCARELLI, Corso di diritto commerciale – Introduzione e teoria dell'impresa, 3° ed., Milano, 1962, p. 19, rileva : "si procedette con la c.d. "MOHATRA" e cioè una vendita a termine seguita da un'immediata rivendita a pronti per prezzo minore, da parte del primo acquirente al primo venditore; questi finiva così per rimanere creditore a termine di una somma superiore a quella data (realmente a mutuo) oltre gli interessi (e l'ammissibilità del contratto nella casistica gesuitica provocherà nel sec. XVII gli strali del Pascal nella ottava delle sue lettres provinciales)".

Bologna, 1995, (ed. italiana a cura di A. Macchiati), p. 411; in Italia le scadenze sono in genere comprese tra i 15 giorni e i 6 mesi: *ibidem*, p. 432.

offrendo la possibilità di impiegare strumenti a medio e lungo termine quali ad esempio i titoli obbligazionari ovvero le azioni per acquisire la disponibilità di mezzi liquidi.

Connessa all'utilizzo come mezzo di gestione delle disponibilità liquide è l'impiego del pronti contro termine nell'ambito della politica monetaria. Come noto, la politica monetaria può essere attuata sia attraverso interventi diretti sull'offerta di moneta, quali l'imposizione di obblighi di riserva, popure attraverso operazioni sul mercato, cioè con le c.d. operazioni di mercato aperto nelle quali il gestore della politica monetaria rinuncia alle proprie prerogative pubbliche e agisce sul mercato al pari degli altri operatori economici. Il pronti contro termine può essere indifferentemente utilizzato per ridurre la base monetaria o per ampliarla; nel primo caso la banca centrale si pone come venditore di strumenti finanziari, nel secondo quale venditore: in entrambi i casi il tasso praticato dalla banca centrale rappresenta il tasso di riferimento per l'intero mercato monetario<sup>14</sup>.

1.4. d) La standardizzazione del contratto. Pur esistendo un principio di organizzazione, rappresentata dai sistemi informatici che consentono la rilevazione dei prezzi dei Repo e pertanto dei tassi reali di questa parte del mercato monetario, il mercato dei pronti contro termine può essere considerato un mercato non regolamentato e pertanto le parti sono assolutamente libere nel determinare il contenuto del contratto. L'esigenza di limitare i costi di transazione connessi all'operatività in questo mercato ha spinto gli operatori ad adottare forme standardizzate di contratto nelle quali vengono fissate una volta per tutte le regole generali della transazione, mentre le parti rimangono libere di determinare le sole condizioni economiche, quali la durata, gli strumenti finanziari, il tasso di interesse e quindi il prezzo di vendita e di retrovendita e più in generale tutte quelle parti dell'accordo che non si prestano alla standardizzazione, quale ad esempio l'individuazione degli agenti di regolamento. In genere vengono utilizzati quali contratti standard i master agreements predisposti dalle associazioni delle categorie a cui appartengono gli operatori. Attualmente il contratto più diffuso sia nelle transazioni interne che per le transazioni cross border è il General Master Repurchase

<sup>14</sup> Sull'impiego del Repurchase Agreement (c.d. Repo) nella politica monetaria: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Implications of repo markets for central banks – Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the Central Banks of the Group of Ten countries, Basle, 9 march 1999 (http:// www.bis.org/publ/cgfs10.pdf); EU Repo Markets: Opportunities for Change (Brussels, October 1999) Report of the Giovannini Group.

Agreement (GMRA) elaborato da The Bond Market Association e dalla International Securities Market Association.

L'aspetto più importante della standardizzazione attuata tramite il GMRA attiene al rapporto tra la documentazione standard e le singole transazioni. Con la sottoscrizione del GMRA le parti non concludono una specifica transazione Repo, ma si obbligano ad assoggettare le transazioni che esse concluderanno al regolamento contrattuale ivi contenuto (Paragraph 1 (b) - Applicability). Le singole transazioni vengono infatti concluse attraverso una documentazione molto semplificata, definita Confirmation (Paragraph 3 (b) - Initiation, Confirmation, Termination), nella quale vengono indicati i soli dati non standard (come accennato, il prezzo di vendita e retrovendita, i titoli, la durata etc.) e il richiamo al GMRA.

Il rapporto tra le transazioni e il GMRA non si limita tuttavia alla determinazione una volta per tutte del regolamento applicabile ai Repo di volta in volta conclusi tra le parti secondo il modello del contratto normativo ma, come si dirà meglio nei paragrafi che seguono, consiste di un vero e proprio collegamento negoziale volontario tra le singole transazioni i cui effetti si manifestano sia nel del calcolo delle Net Exposures e pertanto nella determinazione del margine di garanzia sia al verificarsi di Events. of Default, costituendo il fondamento della Early Termination delle transazioni in essere (Paragraph 10 (b) – Events of Default).

Di seguito vengono esposte le regole contenute all'interno di tale contratto con particolare riferimento a quelle relative alla disciplina dell'insolvenza.

2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza: a) il controllo dell'esposizione netta. Il rischio di credito implicito in una transazione Repo è assai articolato. Corre un rischio di credito il finanziatore, cioè il compratore a pronti e venditore a termine, costituito dall'impossibilità di adempiere all'obbligo di riacquisto da parte del soggetto finanziato, cioè del venditore a pronti e compratore a termine. Questo rischio è solo in apparenza escluso dalla garanzia rappresentata dai titoli venduti perché il prezzo di questi ultimi è soggetto al mercato e, pertanto, il finanziatore potrebbe trovarsi in portafoglio strumenti finanzi ari che valgono meno dell'importo finanziato e degli interessi che gli erano dovuti. Un rischio di credito è corso anche dal soggetto finanziato e consiste nel pericolo che il finanziatore a scadenza non sia in grado di rivendere quanto da lui comprato. Anche in questo caso si potrebbe affermare che il rischio di credito del soggetto finanziato è escluso dalla possibilità di comprare i titoli sul mercato, ma questi potrebbero costare più del prezzo convenuto per la

retrovendita. In altre parole, al rischio di credito si aggiunge il rischio di mercato ed entrambi gravano sui contraenti.

La tutela contro questi rischi viene realizzata attraverso apposite garanzie reali e negoziali.

Al livello più basso di tutela si pone l'applicazione di scarti di garanzia, non espressamente prevista dal GMRA ma ampiamente utilizzata dagli operatori per la sua praticità: a seconda del tipo di strumento finanziario sottostante all'operazione viene applicata una percentuale, che varia in relazione al grado di volatilità dello strumento finanziario, destinata a coprire eventuali variazioni avverse del prezzo di mercato del sottostante. Ad esempio, qualora il collateral, cioè i titoli costituiti in garanzia, sia costituito dal debito pubblico di stati sovrani con elevato merito di credito non si applica alcun scarto; al contrario quando il collateral è costituito da azioni, lo scarto sarà massimo: nel caso precedentemente esaminato, qualora lo scarto sia pari al 5%, per garantire un finanziamento di 100 milioni di euro, il venditore (cioè il soggetto finanziato) dovrà versare titoli per un importo parti a 105 milioni di euro: in questo modo se il compratore dovesse essere costretto a vendere i titoli per realizzare quanto a lui dovuto, sarebbe garantito contro una variazione a sé avversa del corso dello strumento finanziario sottostante.

Un maggiore grado di tutela per entrambi i contraenti viene ottenuta all'interno del GMRA (Paragraph 4. Margin Maintenance), con l'adozione di margini di garanzia soggetti a periodica revisione. La funzione del margine è analoga a quella dello scarto di garanzia e consiste nella copertura del rischio di mercato, ma l'adeguamento del margine al prezzo di mercato permette di tutelare sia il finanziatore, che riceverà un margine commisurato alla riduzione del prezzo degli strumenti finanziari comperati sia il soggetto finanziato, al quale verrà restituito un margine commisurato all'aumento di prezzo degli strumenti finanziari venduti.

Presupposto dell'obbligo di versamento del margine è una Net Exposure, che ricorre quando la somma di tutte le Transaction Exposures di una parte supera la somma di tutte le Transaction Exposures dell'altra, dovendosi intendere per Transaction Exposure la differenza tra il Repurchase Price in un determinato giorno e il Market Value degli Equivalent Securities nel medesimo giorno (Paragraph 2. Definitions, (ww)). La Transaction Exposure è a carico del Buyer, cioè del finanziatore, quando il Repurchase Price è maggiore del Market Value degli Equivalent Securities, mentre nel caso inverso essa grava sul Seller, cioè sul soggetto finanziato. L'importo del margine è uguale almeno al valore della Net Exposure.

Volendo esemplificare, poiché:

 $T_{EXP} = R_{PR} - M_{VAL}$ 

Se  $M_{VAL} = R_{PR}$  nessun margine è dovuto; se  $M_{VAL} > R_{PR}$  il margine deve essere versato dal *finanziatore*, in quanto in caso di inadempimento dell'obbligo della retrovendita da parte del finanziatore il soggetto finanziato dovrà procurarsi sul mercato gli strumenti finanziari a un prezzo maggiore; se  $M_{VAL} < R_{PR}$  il margine deve essere versato dal *soggetto finanziato*, in quanto in caso di inadempimento dell'obbligo della retrovendita da parte del soggetto finanziato il finanziatore disporrà di strumenti finanziari con un prezzo inferiore all'importo del finanziamento.

In alternativa al pagamento del margine di garanzia, il GMRA prevede altri due sistemi, il Repricing e l'Adjustment, per adeguare le condizioni economiche dell'accordo ai nuovi valori espressi dal mercato degli Equivalent Securities di riferimento.

Mediante il Repricing (§4, (j)) le parti anticipano la fine della transazione originaria a una data (Repricing Date) che viene assunta quale Repurchase Date; contestualmente le parti concludono una nuova transazione (Repriced Transaction) con le seguenti caratteristiche: la Purchase Date coincide con la Repricing Date, il nuovo Purchase Price viene determinato tenendo conto del valore di mercato degli Equivalent Securities nella Repricing Date; tutte le altre condizioni, ivi compresa la Repurchase Date, rimangono immutate.

- Mediante l'Adjustment le parti sostituiscono una nuova transazione (Replacement Transaction) a quella originaria, che viene sottoposta a Termination.
- 2.2. b) le regole sull'inadempimento. Il collegamento negoziale volontario che il GMRA instaura tra le singole transazioni è alla base delle regole che nello stesso master agreement disciplinano le conseguenza degli Events of Default. Il principio alla base di queste regole è quello che il verificarsi di un Event of Default con riferimento ad una singola transazione determina la risoluzione anticipata di tutte le transazioni in essere tra le parti.

Il contratto individua i presupposti di applicazione delle regole sull'insolvenza nel verificarsi degli Events of Default (Paragraph 10. Events of Default). Non sarebbe del tutto appropriato definire tali presupposti come ipotesi di inadempimento, poiché l'esame degli stessi mostra come accanto a cause che possono considerarsi coincidenti con la nozione di inadempimento adottata dal nostro codice civile (§ 10, (a)(i) - § 10,

(a) (vi)), figurano circostanze che possono semplicemente modificare le condizioni iniziali relative alla capacità di adempimento del debitore (§ 10, (a) (vii) - § 10 (a) (x)) rilevando le circostanze in quanto tali e non l'effettivo pregiudizio.

Al verificarsi di un Event of Default, per tutte le transazioni in essere tra le parti si considera verificata la Repurchase Date, cioè la data nella quale il Seller deve adempiere all'obbligazione di riacquisto. La parte non inadempiente (Non Defaulting Party) provvede al calcolo del valore di mercato degli Equivalent Securities che formano oggetto del contratto, dei margini di garanzia in strumenti finanziari (Equivalent Margin Securities) e dei Repurchase Prices dovuti; di conseguenza viene determinato mediante la compensazione il saldo netto complessivo e individuata la parte debitrice. Il meccanismo della compensazione (regolato nel  $\S$  10, (b) e (c)) corrisponde, nei suoi tratti di fondo, a quello descritto all'interno del codice civile, ma le differenze di disciplina sono tali da rendere fuorviante qualunque accostamento.

Il calcolo del valore di mercato degli Equivalent Securities e degli Equivalent Margin Securities rappresenta, come è intuitivo, un passaggio estremamente delicato soprattutto nel caso di strumenti finanziari negoziati OTC, per i quali potrebbe mancare un mercato di riferimento. A questo proposito il GMRA fa riferimento rinvia al valore che può essere desunto dall'Appropriate Market, cioè il mercato che, a giudizio della Non Defaulting Party, è in grado di rappresentare meglio il valore dello strumento finanziario considerato.

2.3. c) La nozione di "Equivalent Securites". La Substitution. Sia le obbligazioni nascenti dal meccanismo del margine di garanzia sia quelle che gravano sulle parti in caso di inadempimento possono essere adempiute ricorrendo a Equivalent Securities. Sono tali gli strumenti finanziari che i) sono emessi dallo stesso soggetto che ha emesso gli strumenti finanziari originariamente dedotti in contratto, c.d. Securities, ii) fanno parte della stessa emissione, e iii) sono dello stesso tipo, valore nominale, contenuto enumero delle Securities (§ 2(t)).

Alle parti è inoltre riconosciuta la facoltà di modificare il tipo delle Securities ricorrendo alla c.d. Substitution (§ 8). Le parti possono infatti convenire che le Securities oggetto della retrovendita, previa restituzione da parte del Buyer al Seller delle Securities originariamente trasferite, vengano sostituite da altre Securities (New Purchased Securities) che il Seller provvede a consegnare al Buyer.

Il master agreement ammette pertanto la più ampia fungibilità degli strumenti finanziari che formano oggetto del contratto, con la conseguenza che il Buyer può essere

considerata tenuto a un'obbligazione avente per oggetto cose determinate solo nel genere. Sulle importanti conseguenze di questa caratteristica, sia sul piano giuridico sia su quello del funzionamento dei sistemi di pagamento, si dirà oltre.

Sezione Seconda: I derivati OTC

1.1. Struttura e funzionamento dei derivati OTC: a)Struttura dei credit derivatives. All'interno del mercato dei derivati OTC<sup>15</sup> una posizione di assoluto rilievo

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Sui derivati over - the - counter, categoria nella quale possono essere compresi - oltre ai credit derivatives di cui si tratta nel testo - le diverse forme di swaps, options, e forward e le loro combinazioni, la letteratura è oramai vastissima. Con riferimento alle questioni trattate nella tesi si vedano F. CAPUTO NASSETTI, Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Milano, 1997; R. TASCA, Normativa e Rischio di Mercato dei contratti di opzione, in Bancaria, 1995, n. 9, 84; E. Dosa, Gli strumenti derivati e i recenti sviluppi dell'attività bancaria, in Bancaria, 1993, n. 10, 71; S. M. CARBONE, Derivati sinanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni, in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, 3; F. CAPUTO NASSETTI, Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: CAP, FLOOR, CORRIDOR COLLAR, PRA e opzioni sui FRA, in Diritto del Commercio Internazionale, 1993, 873; D. PREITE, Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare, CAPS, FLOORS, SWAPS, INDEX FUTURES), in Diritio del Commercio Internazionale, 1992, 171; P. BERNARDINI, Il rischio di cambio nei contratti internazionali, in Diritto del Commercio Internazionale, 1989, 3; DERIVATIVES POLICY GROUP Una proposta di autoregolamentazione dell'attività di negoziazione degli strumenti derivati "over - the - counter", in Banca, Impresa, Società, 1995, 473 -484; R. C. BREEDEN, La supervisione dei mercati delle attività derivate, in Banca, Impresa, Società, 1994, 435 + 457; N. JACKLIN, Sales Practice in Over the Counter Derivatives Transactions, JIBFL, 1995 181; A. HUDSON, Assessing Mistake of Law in Derivatives Transactions: Kleinwort Bensan v. Lincoln City Council and the local Authority Swap Cases, in JIBL, 1999, 96; S. HENDERSON, Derivatives Law as a Niche Area is Dead, in JIBL, 1997, 351; R. DALE, Derivatives: the New Regulatory Challenge, in JIBFL, 1995 5; W. BLAIR, Liability Risk in Derivatives Sales, in JIBL, 1996, 18; P. JOHNSTONE - M. JONES, Derivatives markets - are the current legal framework and law enforcement procedures effective?, in European Financial Service Law, 1999, 244; A. BELCHAMBERS, The futures and options association: a profile, in European Financial Service Law, 1996, 51; D. SOUTHERN, The impact of the UK Finance Bill on derivative financial instruments, in European Financial Service Law, 1996, 85; K. PLUMRIDGE, A. WIEMER, Derivatives, legal documentation and computer database, in European Financial Service Law, 1996, 211; D. SOUTHERN, Getting the measures of derivatives, in European Financial Service Law, 1996, 273; S. JAMES, Excluding obligations to derivatives counterparties, in

sia in termini di volumi negoziati sia per la strumentalità rispetto alla gestione della politica monetaria compete ai credit derivatives, cioè quelle OTC Transactions o note strutturate nelle quali il valore dell'obbligazione di almeno una delle parti dipende dall'adempimento di un'obbligazione (Reference Obligation) da parte di un soggetto terzo rispetto al contratto (Reference Entity), ovvero dalla modifica del merito di credito della Reference Entity (c.d. Credit Events). I credit derivatives comunemente impiegati nel mercato OTC sono stati ricondotti ad alcune categorie generali, in relazione alla loro struttura e al tipo di rischio che viene dedotto in contratto.

Nei Credit Default Swaps una parte, in corrispettivo di una commissione, si obbliga al verificarsi di un credit event ad acquistare uno strumento finanziario il cui

European Financial Service Law, 1995, 17; T. PLEWS, Fighting the fear factor in documenting derivatives, in European Financial Service Law, 1995, 226; A. M. CORCORAN, Prudential Regulation of OTC derivatives - lessons from the exchange - traded sector, in European Financial Service Law, 1995, 274; A. BESSE, A. GAUVIN, Licéité des dérivés de crédit en droit français, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, 45; A. BESSE, A. GAUVIN, Les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, 236; G. KOLIFRATH, L'annexe AFB Revise en garantie, un outil de gestion des instruments financiers à terme, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, 143; P. A. BARCROFT, Derivatives and market disclosure - Leaving no stone unturned, in JIBFL, 1998, 131.

<sup>16</sup> Si veda il Sole 24 ore del 9 gennaio 2003, p. 29.

17 S. K. HENDERSON, Credit Derivatives, Part 1: the Context, JIBFL, n. 8, 1998; dello stesso A. sono le distinzioni che seguono tra le diverse categorie di credit derivatives. Sui problemi generali della regolamentazione degli swaps H. PICARDA, Interest Rate Swap Agreements in the Courts, Part 2, in JIBFL, 1997, 170; A. HUDSON, Swapping Ideas, in European Financial Service Law, 1995, 164; C. BROWN, Legal, documentation and regulatory issues of credit derivatives, in JIBFL, 1997, 119.

Sui singoli ordinamenti giuridici, ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, Norme relative alle operazioni di IRS e DCS tra aziende di credito e/o società finanziarie; BORSAITALIA, Domestic index lira swap, www.borsaitalia.it; F. POLLOK, Cambi a termine e riporti in divisa (swaps), in Bancaria, 1956, 1120; L. CAPALDO, La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari, in Bancaria, 1993, n. 2, 49; F. CAPUTO NASSETTI, Considerazioni in tema di swaps, in Diritto del Commercio Internazionale, 1993, 321; F. CAPUTO NASSETTI, Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps, in Diritto del Commercio Internazionale, 1992, 69; L. ASSAYA, Validité des opérations d'equity swap au regarde de la prohibition des pactes léonins, in Banque et Droit, 2002, n. 82, 25; A. DE LUMMEN, Contribution à l'étude des dérivées de crédit, in Banque et Droit, 2001, n. 75, 14.

merito di credito è peggiorato, ad un prezzo prestabilito ovvero a pagare la differenza tra il prezzo prestabilito e il prezzo di mercato.

La categoria dei *Total Return Products* può essere a sua volta articolata nelle due sotto categorie dei *Total Return Swaps* e delle *Total Return Credit - Linked Notes*.

Nei Total Return Swaps le parti fanno riferimento ad uno strumento finanziario (Reference Obligation) il cui rendimento è uguale ad un determinato indice più uno spread (es. LIBOR + 0,5%). L'accordo prevede le seguenti obbligazioni. Il Seller of the Risk (cioè il soggetto che conclude il derivato per coprirsi da un determinato rischio finanziario; RS) si obbliga nei confronti del Buyer of the Risk (cioè il soggetto che acconsente a farsi carico del rischio che il RS intende alienare; RB): i) a scadenze periodiche, a pagare una somma pari al rendimento della Reference Obligation (es. LIBOR + 0,5%); ii) alla scadenza della Reference Obligation, ovvero al verificarsi di un credit event, a consegnare strumenti finanziari del tipo convenuto (Deliverable Obligations). Il RB si obbliga verso il RS: i) a scadenze periodiche, a pagare una somma pari al costo dell'indebitamento per il RS (es. il LIBOR); ii) a scadenza, a pagare il prezzo convenuto in precedenza per le Deliverable Obligations.

Nelle Total Return Credit - Linked Notes il RB compra una Note emessa dal RS per un determinato importo. Il RS si obbliga, in base alla Note: i) a pagare periodicamente al RB una somma equivalente al rendimento nello stesso periodo della Reference Obligation; ii) a scadenza della Note o al verificarsi di un credit event, a riscattare la Note in uno dei modi seguenti: a) consegnando Deliverable Obligations; b) pagando il capitale rimborsato per le Reference Obligations, quando la Note e le Reference Obligations hanno la medesima scadenza; c) pagando il valore di mercato delle Reference Obligations se la scadenza delle Reference Obligations è successiva a quella della Note.

La categoria dei Digital Products, comprende le seguenti sotto categorie. I Digital Swaps, nei quali il RB riceve un importo periodico, ma al verificarsi di un Credit Event deve pagare un importo predeterminato. Le Digital Options, nelle quali il RS paga un premio come corrispettivo del diritto di ricevere una certa somma al verificarsi di un Credit Event, qualora decida di esercitare l'opzione. Le Digital Credit – Linked Notes, nelle quali il RB acquista dal RS una Note per un determinato importo e in cambio riceve una somma periodica. Quando si verifica un Credit Event la Note viene riscattata dal RS per un prezzo inferiore a quello di emissione; se non si verifica alcun Credit Event la Note viene rimborsata al valore nominale.

Nei Credit Decline Products è previsto il pagamento di un importo commisurato al peggioramento del merito di credito della Reference Entity. L'accordo prevede che: i)

il RB si obbliga a comprare Deliverable Obligations ad un prezzo prestabilito (Reference Price), ovvero se è previsto il regolamento in contanti, a pagare una somma pari alla differenza tra il Reference Price e il prezzo di mercato (Final Price) della Reference Obligation; ii) il RS paga un importo fisso periodico, nel caso l'accordo sia stato strutturato come swap, ovvero un premio, nel caso in cui l'accordo sia stato strutturato come opzione. Questo tipo di credit derivatives differisce dai Total Return Products in quanto i) il pagamento periodico non corrisponde al rendimento della Reference Obligation; ii) tutti i prezzi (Final Price, Reference Price) vengono elaborati in modo da riflettere solo il peggioramento del merito di credito e non altre variabili.

1.2. b) Impieghi. I Credit Derivatives sono impiegati per diverse finalità: protezione dal rischio di credito di un particolare strumento finanziario e/o emittente; protezione da rischi diversi dal peggioramento del merito di credito; acquisto da parte del RB, di strumenti ai quali non ha accesso, ovvero possibilità di replicare il rendimento di quegli strumenti; gestione del rischio di portafoglio.

La strumentalità al contenimento rischio rende questi contratti molto importanti nella gestione della politica monetaria per la copertura dei rischi tipici di questa, rappresentati dal rischio di cambio e di tasso di interesse.

1.3. c) Standardizzazione. Come per gli altri strumenti finanziari negoziati nel mercato OTC non esistono né un contenuto né una forma tipica. Attualmente la Documentation dei Credit Derivatives ha luogo nelle seguenti forme 18. La Note Form è la forma in genere preferita dal RB in quanto il derivato assume la forma di un titolo obbligazionario strutturato, che è più agevolmente inquadrabile all'interno della normativa di vigilanza prudenziale. In genere le Credit – Linked Note vengono create ad hoc, oppure vengono fatte rientrare all'interno di una Medium Term Note già esistente. Nel caso in cui le parti necessitino di un accordo adeguato alle proprie caratteristiche strutturali e operative si ricorre agli Specialised Agreements, cioè ad accordi il cui contenuto è volta per volta determinato dalle parti. Tuttavia, la forma più comune è quella della Confirmation in base ad un Master Agreement.

L'esigenza di un minimo di regole comuni ha portato l' International Securities Derivatives Association (ISDA), associazione che rappresenta gli operatori del mercato

<sup>&</sup>lt;sup>18</sup> S. K. HENDERSON, Credit Derivatives, Part 2: Selected Documentation Issues, in JIBFL, 1999.

internazionale dei derivati, a elaborare uno schema di contratto contenente un nucleo minimo di norme applicabili al contratto derivato prescindendo dal tipo concretamente concluso dalle parti. Tale contratto, denominato ISDA Master Agreement è, allo stato, il modello di contratto maggiormente utilizzato per le transazioni cross – border, nonché per quelle domestiche avendo di fatto soppiantato i modelli elaborati dalle associazioni nazionali<sup>19</sup>.

2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza. I mezzi per la garanzia dell'esposizione netta. La garanzia dell'esposizione netta viene regolata all'interno del Credit Support Annex<sup>20</sup>, allegato dell'ISDA Master Agreement.

Il sistema di garanzia si fonda sulla definizione di alcune variabili economiche, contenuta nel paragraph 10 (Definitions). Il concetto fondamentale è quello di Exposure cioè, con riferimento ad una parte, l'importo che a) se positivo, la parte riceverebbe dall'altra (in questo caso la parte viene definita Transferee), e b) se negativo la parte pagherebbe all'altra (in questo caso la parte viene definita Transferor), qualora tutte le transazioni in essere venissero risolte ad una certa data, c.d. Valuation Date, assunta dalle parti quale riferimento per il calcolo delle Exposures, e determinata dalle stesse parti all'interno del paragraph 11(c)(ii).

La presenza di una Exposure obbliga la parte che la subisce a trasferire alla controparte un importo in contante o titoli (il tipo di strumenti utilizzabili come garanzia sono definiti Eligible Credit Support e vengono specificati dalle parti insieme al relativo peso nel paragraph 11(b)(ii)) a garanzia dell'esposizione stessa, definito Delivery Amount (paragraph 2 (a)). Il calcolo del Delivery Amount si articola in una serie di fasi.

In primo luogo occorre determinare il Credit Support Amount (paragraph 10). Ai fini di una più agevole comprensione, si può affermare che il Credit Support Amount

Oltre ai riferimenti relativi ai derivati di credito, si vedano L. G. RADICATI DI BROZOLO, Il contratto modello di swap dell'ISDA, in Diritto del Commercio Internazionale, 1988, 539; S. HENDERSON, English Cases dealing with Settlement Provisions of the ISDA Master Agreement, in JIBFL. 2000, 190; A. LEMON, Early termination payments under the 1992 ISDA Master Agreement, in JIBL, 2001, 84; N. HVAL, Credit Support Agreements: an analisys of ISDA's latest Standardised Documentation, in JIBFL, 1996, 378; H. PICARDA, Interest Rate Swap Agreement in the Courts, Part 1, in JIBFL, 1996, 428.

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> Se non diversamente specificato, nel presente paragrafo si fa riferimento all'ISDA Credit Support Annex 1995.

corrisponde alla Transferee's Exposure, cioè all'esposizione del Transferee verso il Transferor. E' possibile, tuttavia, che le parti abbiano convenuto sia un Indipendent Amounts sia un Threshold Amount (cioè soglie di garanzia minime, non variabili in relazione all'Exposure, paragraph 11(b)(iii)): in questo caso il Credit Support Amount è la somma della Transferee's Exposure e degli Indipendent Amounts applicabili al Transferor, al netto degli Indipendent Amounts applicabili al Transferee e del Transferor Threshold.

1:

Occorre determinare, poi, il Credit Support Balance (paragraph 10) di ciascuna parte, cioè la somma a) di tutto l'Eligible Credit Support che le parti si sono reciprocamente già trasferite in garanzia, b) delle Distributions dell'Eligible Credit Support, cioè di quanto hanno fruttato a ogni titolo (interessi, dividendi, etc.) gli strumenti finanziari che formano l'Eligible Credit Support, c) di quanto ricavato dalla vendita dell'Eligible Credit Support.

Il Delivery Amount può a questo punto essere calcolato, e corrisponde alla differenza tra il Credit Support Amount e il Credit Support Balance del Transferor. L'obbligo di consegna, c.d. Credit Support Obligation, sorge solo se il Delivery Amount è maggiore o uguale al Minimum Transfer Amount del Transferor, cioè alla soglia minima individuata dalle parti nel paragraph 11(b)(iii)(c) la quale in mancanza di una indicazione delle parti si considera uguale a zero.

Quando il Credit Support Balance del Transferor è maggiore del Credit Support Amount, sorge a carico del Transferee una Credit Support Obligation (paragraph 2(b)) avente per oggetto il c.d. Return Amount. Il Return Amount corrisponde alla differenza tra il Credit Support Balance del Transferor e il Credit Support Amount, ed ha per oggetto Equivalent Credit Support, cioè strumenti finanziari equivalenti nel tipo a quelli ricevuti dal Transferee in qualità di Eligible Credit Support (paragraph 10). Il Return Amount è dovuto solo se maggiore o uguale al Minimum Transfer Amount del Transferee, cioè alla soglia minima individuata dalle parti nel paragraph 11(b)(iii)(c) la quale in mancanza di una indicazione delle parti si considera uguale a zero. Con il pagamento del Return Amount il Credit Support Balance del Transferor viene ridotto in misura corrispondente.

2.2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza. Le regole sull'inadempimento in generale. La prevenzione delle conseguenze a cascata dell'insolvenza (cioè della propagazione dell'impossibilità di adempiere da una a tutte le transazioni in essere) si articola, all'interno dell'ISDA Master Agreement (Multi

Ĩ,

Currency) 1992 nelle seguenti fasi: a) individuazione dei casi rilevanti; b) risoluzione anticipata delle transazioni in essere;-c) determinazione delle rispettive posizioni nette; d) compensazione e pagamento.

2.2.1. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza: a) Individuazione dei casi rilevanti. Il Master Agreement distingue tra Events of Default (par. 5(A)) e Termination Events (par. 5(B)); la distinzione rileva in quanto, come si dirà, mentre gli Events of Default comportano la risoluzione di tutte le transazioni in essere, i Termination Events incidono esclusivamente sulle transazioni interessate dall'evento.

Sono considerati Events of Default, le seguenti circostanze: i) l'inadempimento di un obbligo di pagamento o di consegna (Failure to Pay or Deliver); ii) in generale, l'inadempimento di obblighi nascenti dal contratto (Breach of Agreement); iii) il Credit Support Default, cioè 1) l'inadempimento di obblighi nascenti dal Credit Support Document; 2) il venire meno del Credit Support Document; 3) la contestazione della validità del Credit Support Document; iv) la non veridicità delle dichiarazioni rese dalle parti in sede di stipula del contratto (Misrepresentation); v) l'inadempimento di transazioni che le parti qualificano nello Schedule come Specified Transactions (Default under Specified Transaction); vi) l'inadempimento di uno o più obblighi delle parti o del Credit Support Provider (Cross Default); vii) l'assoggettamento a procedure concorsuali o di ristrutturazione (Bankruptcy); viii) vicende di finanza straordinaria alle quali non segue la successione nelle transazioni in essere (Merger without Assumption).

Vengono considerati Termination Events le seguenti circostanze: i) l'impossibilità di adempiere dovuta a modifiche legislative (Illegality); ii) modifiche alla normativa tributaria a cui è soggetta una delle parti, tale da incidere sugli importi dovuti alla controparte (Tax Event); iii) il verificarsi di un Tax Event come conseguenza di una fusione (Tax Event upon Merger); iv) riduzione del merito di credito di una delle parti in seguito a una fusione (Credit Event upon Merger); v) ulteriori Termination Events indicati dalle parti (Additional Termination Event).

2.2.2. b) Risoluzione anticipata delle Transazioni in essere (Early Termination). Al verificarsi degli eventi sopra descritti, il contratto dispone la risoluzione delle transazioni in essere (Right to Terminate), distinguendo tra gli effetti di un Event of Default e di un Termination Event.

Nel caso di Event of Default, la Non – Defaulting Party (NDP) può indicare una data (Early Termination Date) a partire dalla quale, se l'Event of Default non verrà sanato, tutte le transazioni in essere si considereranno soggette a Early Termination (Right to Terminate following an Event of Default, par. 6(a)). Le parti possono inoltre specificare casi di Automatic Early Termination, cioè casi nei quali la risoluzione anticipata opera di diritto.

Quando si verifica un Termination Event e non è possibile rimuovere la sua causa, la parte che lo subisce (Burdened Party nel caso di Tax Event, e Affected Party in tutti gli altri) può fissare una Early Termination Date relative alle sole Affected Transactions (Right to Terminate following a Termination Event, par. 6(b)).

2.2.3. c) Determinazione delle rispettive posizioni nette. La fase più complessa è rappresentata dal calcolo delle rispettive posizioni nette (Payment on Early Termination, par. 6(e)). Presupposto del calcolo è la scelta della Payment Measure, tra Market Quotation e Loss, e del Payment Method, tra First Method e Second Method. Nel caso di mancata scelta, si applicano Market Quotation e Second Method.

Per Loss (Definitions, par. 14) si intende l'ammontare delle perdite e delle spese relative a alle Terminated Transactions calcolato secondo buona fede da ciascuna parte. Il computo della Market Quotation (Definitions, par. 14) ha luogo sul presupposto che ciascuna parte concluda con un Market Maker un contratto per assicurarsi l'adempimento degli obblighi nascenti dalle Terminated Transactions (c.d. Replacement Transaction); l'importo della Market Quotation corrisponde a quanto la parte riceverebbe dal Market Maker (in questo caso la Market Quotation assume valore negativo) ovvero a quanto dovrebbe essere pagato dalla stessa parte al Market Maker (in questo caso la Market Quotation assume valore positivo) per concludere la Replacement Transaction.

Nel caso di Event of Default sono possibili le seguenti combinazioni di Payment Measure e Payment Method (par. 6(e)(i)).

Se le parti hanno scelto First Method e Market Quotation, la Defaulting Party è tenuta a pagare alla NDP il seguente importo, solo se positivo: il Settlement Amount relativo alla Terminated Transactions, più gli Unpaid Amounts dovuti alla NDP, meno gli Unpaid Amounts dovuti alla NDP. Per Settlement Amount si intende (Definitions, par. 14) la somma della Market Quotation delle Terminated Transactions per le quali sia stato possibile applicare tale metodo, e della Loss relativa alle Terminated Transactions per le quali non sia stato possibile determinare la Market Quotation; per

Unpaid Amounts si intendono gli importi dovuti, in danaro o strumenti finanziari, prima della Early Termination Date o a quelle data.

1

Se le parti hanno scelto First Method e Loss, la DP deve pagare alla NDP l'importo della NDP's Loss, se positivo.

Se le parti hanno scelto Second Method e Market Quotation, in primo luogo deve essere determinata la seguente somma algebrica: il Settlement Amount relativo alla Terminated Transactions, più gli Unpaid Amounts dovuti alla NDP, meno gli Unpaid Amounts dovuti alla NDP. Se la somma ha segno positivo, la DP deve pagare l'importo alla NDP; se la somma ha segno negativo è la NDP a doverne pagare il valore assoluto alla DP.

Se le parti hanno scelto Second Method e Loss, deve essere determinata la NDP's Loss; se la NDP's Loss ha segno positivo la DP deve pagare l'importo alla NDP; se ha segno negativo è la NDP a doverne pagare il valore assoluto alla DP.

Nel caso dei Termination Event sono possibili le seguenti combinazioni (par. 6(e)(ii)).

Qualora vi sia una sola Affected Party, le parti possono scegliere Second Method e Market Quotation, ovvero Second Method e Loss; l'Affected Party è la DP mentre la non – Affected Party è la NDP; inoltre, le Terminated Transaction sono solo le Affected Transactions.

Qualora le parti siano entrambe Affected, sono possibili le seguenti scelte.

Se le parti scelgono Market Quotation (par. 6(e)(ii)(A)), l'importo dovuto è uguale alla seguente somma algebrica: la metà della differenza tra il Settlement Amount della parte con il Settlement Amount maggiore e il Settlement Amount della parte con il Settlement Amount minore, più gli Unpaid Amounts dovuti alla parte con il Settlement Amount maggiore, meno gli Unpaid Amounts dovuti alla parte con il Settlement Amount minore.

Se le parti scelgono Loss (par. 6(e)(ii)(B)), ciascuna parte determina la propria Loss, e l'importo dovuto è pari alla metà della differenza tra la Loss della parte con Loss maggiore e la Loss della parte con Loss minore; se la differenza ha segno positivo, la parte con Loss minore paga quella con Loss maggiore, se la differenza ha segno negativo, la parte con Loss maggiore paga quella con Loss minore.

Gli importi determinati nei modi visti sopra esauriscono le pretese reciproche ((par. 6(e)(iv)).

Sezione Terza: I contratti del mercato dei cambi

1.1. Struttura e funzionamento delle operazioni in cambi a pronti e a termine. a) Struttura. Le transazioni in cambi hanno per oggetto "the purchase by one party of an agreed amount in one currency against the sale by it to the other of an agreed amount in another currency".

Le operazioni in cambi comprendono sia le operazioni a pronti (c.d. mercato spot) sia i derivati in cambi, rappresentati principalmente da opzioni in valuta (c.d. currency options), ovvero da contratti per consegna futura (c.d. forwards).

- 1.2. b) Funzione del contratto. A differenza di quanto accade per gli altri contratti del mercato OTC, i contratti del mercato dei cambi non possiedono un'autonoma funzione economica, ma si caratterizzano semplicemente per il loro oggetto rappresentato da valute. E' possibile comunque distinguere tra contratti del mercato dei cambi con funzione traslativa in senso stretto e contratti nei quali i profili funzionali appaiono molto più articolati. Appartengono alla prima categoria i contratti del mercato spot nel quale la domanda ha natura essenzialmente traslativa, quale ad esempio l'acquisto di valuta per acquistare attività finanziarie o commodities denominate in valuta straniera. I derivati in cambi oltre a soddisfare esigenze di natura traslativa possono essere impiegati per diversi scopi, quali la copertura, la speculazione, l'arbitraggio.
- 1.3. c) Impieghi. Oltre che per le funzioni sopra indicate, le operazioni in cambi rappresentano uno dei più importanti strumenti della politica monetaria. L'andamento dei tassi di interesse reali di un determinato paese è infatti positivamente connesso con il prezzo della valuta nazionale. Ciò accade in virtù della relazione che lega il rendimento a scadenza di uno strumento finanziario a reddito fisso con il suo prezzo di mercato determinato tra l'altro dal tasso di cambio. In termini algebrici, la relazione che lega il tasso di cambio al tasso di interesse viene espressa dagli economisti come:

 $EP/P_w = q + v*R$ 

The 1997 International Foreign Exchange and Option Master Agreement (FEOMA), sec. 1 (Definitions).

dove EP rappresenta i prezzi esteri dei prodotti italiani, P<sub>w</sub> il prezzo dei beni del resto del mondo, R il tasso di interesse, mentre q e v sono costanti.

Infatti, poiché il prezzo degli strumenti finanziari a reddito fisso emessi e negoziati nel mercato internazionale dei capitali, con l'eccezione delle emissioni in valuta, viene espresso nella valuta nazionale dell'emittente le variazioni del cambio rispetto a un valuta di riferimento si traducono in altrettante variazioni di prezzo dello strumento finanziario e pertanto in modifiche del tasso di rendimento effettivo, anche in assenza di modifiche del prezzo sul mercato secondario di quella attività finanziaria. La ragione per la quale questa relazione rileva ai fini della politica monetaria risiede nel fatto che le più importanti emissioni di strumenti finanziari a reddito fisso sono rappresentate dai titoli del debito pubblico. Pertanto una modifica del tasso di cambio si traduce in una modifica del tasso di interesse in base al quale uno stato si indebita all'interno del mercato internazionale dei capitali, e di conseguenza in una modifica dell'intera dinamica dei tassi di interesse interni a quello stato.

Gli interventi sul mercato dei cambi consentono quindi alla Banca Centrale di controllare con maggiore efficacia i tassi di interessi interni allo stato<sup>22</sup>.

1.4. d) La standardizzazione del contratto. Come accaduto per gli altri contratti, anche i contratti in uso nel mercato internazionale dei cambi sono stati oggetto di un processo di standardizzazione. Questo compito è stato svolto dalle associazioni internazionali che riuniscono i cambisti e precisamente da The Foreign Exchange Committee, in associazione con The British Bankers Association, The Canadian Foreign Exchange Committee, e The Tokio Foreign Exchange Market Practice Committee<sup>23</sup>.

Anche in questo caso viene mantenuta ferma la distinzione tra il Master Agreement che fornisce le regole che valgono per tutte le transazioni in essere tra le parti e rientranti nell'ambito di applicazione del Master Agreement stesso, e le singole operazioni in cambi.

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Sul rapporto tra tasso di cambio e tasso di interesse si veda R. E. HALL, J. B. TAYLOR, Macroeconomia. Teoria e politica economica, Milano, 1990, pp. 273 ss.

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> F. CAPUTO NASSETTI, Considerazioni sull'introduzione dell'International Foreign Agreement "IFEMA" nei mercati finanziari, in Diritto del Commercio Internazionale, 1996, 117.

2. Struttura e funzionamento delle clausole sull'insolvenza. Nel caso si verifichi un event of default, la parte non inadempiente (Non Defaulting Party – NDP) ha diritto al close – out di tutte le obbligazioni in valuta esistenti in essere con la controparte inadempiente (Defaulting Party - DP), cioè di considerare tutte le obbligazioni (Currency Obligations) scadute nello stesso giorno (c.d. Close – Out Date, sec. 8.1: Manner of Close – Out and Liquidation – (a) Close – Out), nonché alla liquidazione di tutte le transazioni in essere a tale data.

(

La liquidazione viene articolata dal contratto nelle seguenti fasi (sec. 8.1. Manner of Close - Out and Liquidation – (b) Liquidation of Currency Obligations).

In primo luogo la NDP calcola, con riferimento a ciascuna transazione in essere, il Close – Out Amount, cioè l'importo delle rispettive obbligazioni in valuta nella Base Currency scelta dalla NDP. Nel determinare tale importo valgono le seguenti regole. Se l'obbligazione in valuta scade nella Close - Out Date o successivamente il suo importo è quello dedotto in contratto; se l'obbligazione è gia scaduta al tempo della Close – Out Date all'importo dedotto in contratto deve essere aggiunto l'interesse su tale somma dal giorno della scadenza (Value Date), fino alla Close – Out Date. La NDP determina il Close – Out Amount al cambio del giorno in cui è in grado di acquistare la valuta necessaria alla conversione.

determina la somma di tutti i Close - Out Amount delle singole transazioni, la NDP determina la somma di tutti i Close - Out Amounts delle obbligazioni in valuta, distinguendo tra la somma degli importi che la NDP ha diritto di ricevere e quelli che la stessa NDP ha l'obbligo di consegnare alla DP, e distinguendo ulteriormente tra le diverse Value Date delle obbligazioni in valuta. In base ai Close - Out Amounts, la NDP determina l'importo del Closing Gain o della Closing Loss, cioè rispettivamente la posizione netta attiva (Closing Gain) o passiva (Closing Loss) facente capo alla NDP stessa (sec. 8.1.(b)(i)(C)), quale somma algebrica degli importi dovuti alla NDP e degli importi che la NDP è tenuta a consegnare alla DP, distinte in relazione alla diverse Value Date. La distinzione delle Closing Gains e delle Closing Loss in relazione alle Value Date delle obbligazioni di cui esse rappresentano la somma è strumentale alla attualizzazione di tali importi alla Close - Out Date (Determining Present Value) in relazione al tasso LIBOR.

Infine la NDP determina l'importo dovuto dalla DP o quello che la NDP dovrà consegnare alla DP come somma algebrica fra tutte le Closing Gains riferite alle diverse Value Date e attualizzate e tutte le Closing Loss riferite alle diverse Value Date e attualizzate.

I diritti di Close – Out e la Liquidation competono alla NDP anche nel caso in cui un Event of Default affligga Currency Options in essere con la DP (sec. 8.1.). La Liquidation delle opzioni ha luogo secondo regole che divergono da quelle viste per le Currency Obligations.

In primo luogo la NDP deve calcolare il Settlement Amount di ciascuna opzione in essere (sec. 8.1.(c)(i)). Se si tratta di opzioni non ancora esercitate il Settlement Amount corrisponde al valore di mercato del premio se la NDP ha acquistato l'opzione, ovvero all'importo nominale del premio nel caso in cui la NDP abbia venduto l'opzione. Entrambi gli importi devono essere attualizzati nel caso di Currency Options scadute prima della Close – Out Date. Se si tratta di opzioni in – the – money già esercitate dalla NDP, il Settlement Amount corrisponde all'importo non pagato dalla DP. In ogni caso la DP è tenuta a risarcire i danni conseguenti al proprio inadempimento, e dovuti ad esempio alla necessità di concludere una nuova opzione a condizioni più onerose per coprire il rischio finanziario che l'opzione inadempiuta mirava a delimitare.

Il Settlement Amount deve essere convertito nella Base Currency scelta dalla NDP, e gli importi in questo modo determinati devono essere sommati per ottenere un saldo netto (Netting, sec. 8.1.(c)(iii).

Nel caso in cui esistano saldi netti derivanti dal Close – Out sia di Currency Obligations sia di Currency Options i rispettivi importi devono essere sommati per ottenere un unico saldo finale (c.d. Final Netting, sec. 8.1.(d)).

Sezione Quarta: Le funzioni microeconomiche delle clausole sull'insolvenza: l'impiego per il controllo dell'esposizione creditizia

1. Le funzioni delle clausole sull'insolvenza in generale. I sistemi per la determinazione di un unico saldo netto e quelli che prevedono la prestazione di una garanzia reale costituiscono un importante strumento per la gestione delle situazioni di crisi del rapporto contrattuale.

La Banca dei Regolamenti Internazionali<sup>24</sup> ha, in particolare, individuato le seguenti finalità perseguibili attraverso le clausole di *netting*.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Report on netting schemes prepared by the Group of Experts on Payment Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, February 1989, p. 5 ss., consultabile al sito http://www.bis.org/publ/cpss02.pdf.

In primo luogo il netting consente una notevole riduzione dei costi operativi legati al regolamento delle transazioni cross – border in quanto il computo del saldo netto può essere effettuato per mezzo di semplici strumenti informatici e un pluralità di pagamenti viene sostituita da un solo pagamento; a questo occorre aggiungere che nei sistemi su base lorda è più frequente il ricorso al mercato interbancario per finanziare momentanee carenze di liquidità, con conseguenti oneri in termini di interessi.

seconda fondamentale funzione è rappresentata dalla riduzione dell'esposizione creditizia verso le controparti attuata per mezzo delle clausole di netting. Sotto questo profilo l'efficacia della clausola varia in relazione alla diversa struttura contrattuale. Con riferimento al netting bilaterale, contrapposto al netting multilaterale di cui tratta in un'altra parte di questo lavoro, il livello più basso di tutela viene offerto dalle clausole che attuano il bilateral position netting, le quali si limitano a stabilire che a scadenze periodiche anziché procedere al pagamento delle singole obbligazioni nascenti dalle transazioni in essere tra le parti, queste ultime procedano al pagamento del solo saldo netto; pertanto i vantaggi di questo sistema sono rappresentati essenzialmente dalla riduzione del rischio di liquidità, mentre il rischio di credito non solo rimane inalterato ma viene addirittura accresciuto nei casi in cui le parti, per ignoranza degli effetti giuridici del sistema utilizzato, considerano le singole esposizioni lorde sostituite da un unica esposizione netta. Il livello massimo di tutela è rappresentato invece dalle clausole che attuano il bilateral netting by novation. In questo caso le singole obbligazioni lorde vengono sostituite, per effetto della compensazione, da una sola obbligazione netta con l'accordo che solo quest'ultima vincolerà le parti (c.d. novation)! Il più importante ostacolo al funzionamento di questo sistema è rappresentato dall'incertezza legale che affligge la validità e l'efficacia della compensazione e della novation nelle situazioni di crisi dell'intermediario finanziario.

A queste funzioni si affianca quella di riduzione dell'esposizione creditizia ai fini del rispetto della normativa in materia di vigilanza prudenziale<sup>25</sup>, di cui si tratta di seguito.

Sulla funzione del collaterale come strumenti per ridurre il costo del capitale ai fini dell'adeguatezza patrimoniale: M. EVANS, Opportunities for Collateralisation: Recent and Prospective Developments in Settlement, Part. 1, in JIBFL; October 1999, p. 366 ss.; Sull'impiego del termination netting come strumento di riduzione del rischio: S. K. HENDERSON, Credit Derivatives – Part 3: Selected Legal Issues, in (1999) May JIBFL, p. 193.

I.1. La valutazione dei crediti nelle banche. Il coefficiente di solvibilità. In termini finanziari il valore di un credito non è quello espresso dal suo valore nominale, ma quello presumibile del suo realizzo<sup>26</sup>. Questa valutazione attiene a vari aspetti della struttura del credito, quali la capacità di pagare il servizio del debito ovvero di rimborsare il capitale. La valutazione in questione è rilevante per tutte le imprese ai fini dell'iscrizione in bilancio della relativa posta, ma assume un ruolo particolare per le banche ai fini della vigilanza regolamentare. Infatti, secondo quanto prevedono le Istruzioni di Vigilanza per le banche emanate della Banca d'Italia (Titolo IV, Capitolo 2, sezione II), "le banche devono costantemente mantenere un ammontare minimo di patrimonio di vigilanza pari all'8 per cento del complesso delle attività ponderate in relazione ai rischi di perdita per inadempimento dei debitori (rischio creditizio)".

Secondo quanto affermato dalle stesse Istruzioni "la disponibilità di mezzi patrimoniali adeguati alle dimensioni dell'operatività aziendale costituisce il fondamentale presidio a fronte dei diversi profili di rischio tipici dell'attività bancaria, primo fra tutti quello creditizio" (Titolo IV, Capitolo 2, sezione I, par. 1). In questo modo al patrimonio viene attribuito un ruolo centrale nella gestione della banca, in quanto "l'attività svolta viene correlata, sia in senso dimensionale, sia con riferimento al grado di rischio, alla presenza di adeguate risorse patrimoniali". Sotto il profilo politico l'introduzione del coefficiente patrimoniale minimo obbligatorio, introducendo un

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Sul problema giuridico della valutazione dei crediti si vedano: G. E. COLOMBO, *I libri sociali*. *Il bilancio di esercizio della società per azioni*, in Trattato Colombo – Portale, Vol. VII, tomo 1, 1994; BIANCHI, *Problemi attuali di valutazione in tema di crediti e debiti*, in AAVV, *Il bilancio di esercizio*, *Problemi attuali*, pp. 185, 192; IRACE, *Reddito e patrimonio*, p. 47. Sulle modalità con cui procedere alle rettifiche di valore, a fini contabili, dei crediti in sofferenza L. VANNINI – M. VINZIA, *Manuale del credit manger*, Milano, 2003, pp. 431 ss.. Il trattamento fiscale delle perdite su crediti e dell'accantonamento al fondo di svalutazione dei crediti è contenuto negli artt. 66 e 71 del Testo unico delle imposte sui redditi.

La materia della valutazione dei crediti è regolata anche dal Documento 15 dei Principi contabili. Il Documento 15 classifica i crediti secondo tre criteri: a) l'origine del credito (crediti derivanti dalla gestione caratteristica, crediti da finanziamenti concessi, crediti sorti per altre cause); b) la natura del debitore, e c) la scadenza. La valutazione ha luogo secondo il valore presumibile di realizzo. Il documento 15 è, in sostanza, conforme al Principio n. 18 elaborato dall'*Interantional Accounting Standard Committee (IASC)*.

preciso vincolo alle scelte gestionali, ha favorito il superamento del sistema della vigilanza strutturale basata sulla discrezionalità amministrativa<sup>27</sup>.

1.2. Il coefficiente di solvibilità a fronte del rischio di credito. Nella sua forma elementare il requisito patrimoniale minimo è calcolato a fronte del rischio di credito, che rappresenta il rischio caratteristico della gestione bancaria.

Il mezzo tecnico attraverso il quale si effettua la valutazione del credito è la ponderazione a fronte del rischio di inadempimento. Il principio sul quale si fonda la ponderazione è che non tutti i crediti hanno uguale rischiosità, da cui consegue che la quota di patrimonio che la banca deve detenere è una funzione del rischio di inadempimento. Il rischio posto dalle attività bancarie deve essere ponderato in relazione alla natura del debitore, al paese di residenza del debitore, alle garanzie offerte.

La ponderazione in relazione alla natura del debitore viene effettuata moltiplicando l'importo nominale del credito per coefficienti crescenti in proporzione al rischio (da 0% a 200%). Per esempio, se la banca ha un credito di 1000 € verso una banca centrale, quale è il contante, il valore di quel credito ponderato per il rischio sarà pari a 1000 € \* 0 = 0, mentre al contrario se ha lo stesso credito verso un comune imprenditore commerciale, il credito ponderato per il rischio sarà pari a 1000 € \* 100% = 1000€. Il primo valore indica che a fronte di attività prive di rischio la banca potrà anche non tenere conto del credito erogato nel calcolo del coefficiente di solvibilità, infatti siccome deve essere verà la relazione:

$$P_{VIG} = A_{PR} * 8\%$$

dove  $P_{VIG}$  è il patrimonio di vigilanza e  $A_{PR}$  sono le attività ponderate per il rischio, se le attività ponderate per il rischio ammontano a 0, anche il patrimonio di vigilanza ammonterà a 0; nel secondo caso, invece, il Patrimonio di Vigilanza sarà uguale a  $80 \, \epsilon$ .

Un procedimento analogo viene seguito per la ponderazione del credito in relazione al rischio paese, cioè del pericolo che l'inadempimento consegua ad eventi

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> I riferimenti nel testo sono tratti da M. ONADO (a cura di), La banca come impresa. Manuale di gestione bancaria, Bologna, 1996, p. 91 s...

esterni alla sfera di controllo del debitore: a un rischio crescente corrisponde un coefficiente di ponderazione superiore.

L'effetto di una garanzia sulla ponderazione del rischio è diverso a seconda che si tratti di garanzie personali o reali. Nel caso di garanzie personali, il coefficiente di ponderazione corrisponde a quello del soggetto garante, purché la garanzia sia esplicita e non soggetta a condizioni, e costituisca un impegno giuridicamente vincolante per il garante. Nel caso di garanzia reale le istruzioni prevedono sia un diverso coefficiente di ponderazione in relazione al diverso grado di liquidità della garanzia stessa, rispettivamente zero per le attività più liquide e 20% per quelle meno liquide<sup>28</sup>, sia l'applicazione di uno scarto di garanzia.

Per esempio, si prenda il caso in cui la banca eroga un credito di 1000 € a favore di un imprenditore: in questo caso il requisito patrimoniale minimo ammonterebbe a 80 €; se l'imprenditore fornisse in garanzia un deposito del valore di 1000 € presso la stessa banca, l'importo della garanzia varrebbe per intero ai fini della ponderazione e pertanto la banca non sarebbe soggetta ad alcun requisito patrimoniale; al contrario se fornisse in garanzia un deposito presso una banca della Zona A, il requisito patrimoniale sarebbe pari a 1000 € \* 20%\*8% = 16 €. Diversamente, nel caso di garanzia reali per i quali è previsto uno scarto di garanzia: se l'imprenditore fornisse in garanzia titoli emessi da uno stato della Zona per il valore nominale di 1000 €, sarebbe necessario applicare uno scarto di garanzia del 10%, e pertanto la garanzia rileverebbe per una parte soltanto del credito garantito, quindi il requisito patrimoniale sarebbe pari a 900 €\*10%\*0%\*8% + 100€\*100%\*8% = 8 €, infatti le istruzioni di vigilanza prevedono

Sono ammesse alla ponderazione le seguenti garanzie reali: a) depositi di contanti presso la banca; b) valori (diversi dai titoli azionari, dai prestiti subordinati e dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione) emessi dalla banca e depositati presso la stessa; c) valori emessi da governi o banche centrali della zona A o dall'Unione Europea; d) valori (diversi dai titoli azionari, dai prestiti subordinati e dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione) emessi dalle banche multilaterali di sviluppo; e) valori emessi dagli enti del settore pubblico della zona A; f) depositi di contante presso altre banche della zona A; g) valori (diversi dai titoli azionari, dai prestiti subordinati e dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione) emessi da banche della zona A. Il coefficiente di ponderazione è pari a 0 nei casi a – c, che rappresentano le attività più liquide, mentre nei casi d – g è pari al 20%. L'importo della garanzia ammesso ai fini della ponderazione deve essere scontato di un margine di garanzia, pari al 10% del valore di mercato della garanzia stessa al tempo della costituzione per i titoli di Stato e i certificati di deposito, e al 20 % in tutti gli altri casi; non sono soggette a scarti le garanzie di cui alle lettere a) b) ed f), per la loro liquidità.

che il fattore di ponderazione relativo alla garanzia si applica alla porzione di credito coperta dalla garanzia stessa, che nell'esempio ammonta a 900 €, mentre la restante parte è soggetta al coefficiente relativo alla parte non garantita.

Accanto a queste regole generali, le istruzioni prevedono una serie di regole da applicarsi a specifiche categorie di crediti (crediti cartolarizzati, crediti derivanti da operazioni di mutuo fondiario, *leasing*). In questa sede rilevano le disposizioni relative alle operazioni fuori bilancio (Titolo IV, Capitolo 2, Sez. II, par. 5) con particolare riferimento al ruolo delle clausole di *netting* ai fini della vigilanza prudenziale.

2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da accordi di compensazione. Il sistema del primo Accordo di Basilea. Nel testo originario dell'Accordo di Basilea del 1988 l'unica forma di netting ad avere ricevuto riconoscimento ai fini della vigilanza prudenziale era il bilateral netting by novation<sup>29</sup>. Il riconoscimento veniva peraltro limitato alle obbligazioni verso la stessa controparte denominate in un'unica valuta e per la stessa data di regolamento.

Il Comitato di Basilea<sup>30</sup> ha in seguito proposto una modifica alla disciplina del netting che ne riconosce il valore ai fini della riduzione dei rischi di credito e pertanto ai fini della riduzione dei requisiti patrimoniali a condizione che gli accordi di netting possano essere considerati giuridicamente validi ed efficaci. Il Comitato di Basilea ha quindi individuato le condizioni che devono essere soddisfatte ai fini del riconoscimento dei netting agreements, per fini di adeguatezza patrimoniale<sup>31</sup>; e ha proposto una

Sull'evoluzione del trattamento del netting a fini di vigilanza prudenziale, M. J. B. HALL, The Revised Supervisory Treatment of Netting and Potential Exposure for Off – balance – sheet Items under the Basle Capital Accord, in JIBL, 1996, n. 3, p. 93 ss.

<sup>&</sup>lt;sup>30</sup> BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, The Prudential Supervision of Netting, Market Risks and Interest Rate Risk, Basle, April 1993.

INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten, Basle, 1990, p. 3, consultabile al sito http://www.bis.org/publ/cpss04.pdf): I. Netting schemes should have a well—founded legal basis under all relevant jurisdiction; II. Netting schemes participants should have a clear understanding of the impact of the particular scheme on each of the financial risks affected by netting process; III. Multilateral netting systems should have clearly—defined procedures for the management of credit risks which specify the respective responsibilities of the netting provider and the participants. These procedures should also ensure that all parties have both the

modifica dell'Accordo che consentisse il riconoscimento dei bilateral netting arrangements, diversi dal netting by novation.

Nel testo emendato dell'Accordo le banche sono ammesse a compensare le obbligazioni nascenti da transazioni soggette a clausole che prevedano la novation o un'altra forma di bilateral netting con esclusione di quelli che contemplino una walkaway clauses, cioè una clausola che consenta alle parti di non adempiere o di adempiere in parte, a condizione che l'autorità di vigilanza ritenga soddisfatte le seguenti condizioni: a) la banca ha concluso con la propria controparte un netting agreement in virtù del quale un'unica obbligazione sostituisca le obbligazioni nascenti da tutte le transazioni in essere, e che sia tale per cui la banca abbia il diritto di ricevere ovvero l'obbligo di pagare una somma netta nel caso in cui una delle parti non adempia per default, bankruptcy, liquidation o circostanze simili; b) la banca abbia acquisito pareri legali scritti e motivati che affermino che, in caso di controversia, i tribunali e le autorità amministrative interessati considereranno valida ed efficace tale esposizione netta secondo la legge dello stato nel quale la controparte viene convenuta (e, se viene convenuta una sede estera della controparte, anche la legge dello stato nel quale si trova la sede secondaria), la legge che regola le singole transazioni e la legge che regola le clausole di netting; c) la banca abbia istituito procedure tali da assicurare che la validità ed efficaçia del netting vengano costantemente tenute sotto controllo in relazione a modifiche nel diritto applicabile.

Per quanto attiene alle modalità di calcolo del requisito patrimoniale a fronte delle esposizioni nascenti da posizioni fuori bilancio, il testo emendato dell'Accordo distingue tra il metodo dell'esposizione corrente e quello dell'esposizione originaria. Per le banche che, nel calcolare il valore delle posizioni fuori bilancio, fanno uso del metodo dell'esposizione corrente il Comitato di Basilea ha stabilito che l'esposizione creditizia relativa a transazioni a termine compensate su base bilaterale venga calcolata allo stesso modo delle transazioni a termine non soggette ad accordi di netting, cioè aggiungendo al costo netto di sostituzione calcolato market – to – market, se positivo,

incentives and the capabilities to manage and contain each of the risks they bear and that limits are placed on the maximum level of credit exposure that can be produced by each participant; IV. Multilateral netting systems should, at minimum, be capable of ensuring the timely completion of daily settlements in the event of an inability to settle by the participant with the largest net – debit position; V. Multilateral netting systems should have objective and publicly - disclosed criteria for admission, which permit fair and open access; VI. All netting schemes should ensure the operational reliability of technical systems and the availability to back – up facilities capable of completing daily processing requirements.

un margine (add – on) calcolato in base alla garanzia prestata. E' stato inoltre previsto che i fattori di conversione siano gli stessi usati per le transazioni non soggette ad accordi di compensazione e che i pesi usati nel calcolo degli equivalenti creditizi siano gli stessi e vengano applicati secondo quanto previsto per le transazioni non soggette ad accordi di compensazione. Per le banche che fanno uso del metodo dell'esposizione originaria, è stata introdotta una serie di fattori di conversione predeterminati per il calcolo dell'esposizione creditizia relativa a transazioni soggette ad accordi di netting<sup>32</sup>.

3.1. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da accordi di compensazione nelle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia. a) Gli impegni e le garanzie rilasciate; e b) i derivati. L'Accordo di Basilea è privo di carattere vincolante e pertanto il suo contenuto deve essere recepito dagli ordinamenti degli stati ai quali appartengono le Banche Centrali che hanno aderito all'Accordo<sup>33</sup>. In Italia il contenuto dell'Accordo è stato recepito con le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, in forza del potere regolamentare riconosciuto a questa in materia di vigilanza prudenziale, ai sensi dell'art. 53 del D. lgs. 1 settembre 1993, n. 385. Di seguito vengono descritte le regole prudenziali in materia di operazioni fuori bilancio, con specifico riferimento a quelle assistite da accordi di netting o da garanzie che incidano sulla valutazione del requisito patrimoniale minimo.

Secondo le istruzioni di vigilanza appartengono alla categoria delle operazioni fuori bilancio: a) le garanzie rilasciate e gli impegni, e b) i contratti derivati. La ponderazione di queste deve essere effettuata calcolando per ciascuna l'ammontare dell'"equivalente creditizio". Questo si ottiene moltiplicando il valore nominale delle singole operazioni per un fattore di conversione che tiene conto della probabilità che, a

<sup>&</sup>lt;sup>32</sup> Il Comitato ha fornito inoltre indicazioni sul trattamento ai fini di vigilanza del *multilateral* netting, incentrate sull'uso della Clearing House. L'interposizione di quest'ultima nelle transazioni concluse tra le parti implicherà una riduzione dell'esposizione creditizia, e quindi una riduzione dei requisiti patrimoniali necessari per coprire i replacement costs rispetto a quanto sarebbe stato necessario in mancanza di questo sistema.

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> Sulle funzioni della Banca dei Regolamenti Internazionali si veda BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Profilo*, Basilea, Ottobre 2002, consultabile al sito http://www.bis.org, nonché lo *Statuto della Banca dei Regolamenti Internazionali*, versione dell'8 gennaio 2001 (*ibidem*). Nella dottrina italiana, L. G. RADICATI DI BROZOLO, *Banca dei Regolamenti Internazionali*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1988.

fronte dell'operazione, si determini un'esposizione creditizia per cassa di cui viene stimata l'entità"<sup>34</sup>.

La valutazione degli impegni e delle garanzie ha luogo applicando un diverso coefficiente di ponderazione commisurato al rischio implicito nella garanzia o nell'impegno. Le categorie di rischio sono quattro: rischio basso; rischio medio – basso; rischio medio; rischio pieno. All'interno di quest'ultima categoria sono compresi gli "impegni di acquisto a pronti e a termine di titoli e di altri strumenti finanziari diversi dalle valute", cioè i pronti contro termine<sup>35</sup>.

La Bank of England ammette il repo e il securities lending al computo dell'esposizione creditizia quando, oltre alla presenza di un accordo che prevede acceleration, close – out e net settlment di tutte le transazioni in essere, esista un parere legale che riconosca la validità dell'accordo stesso: a) nell'ordinamento che regola il contratto; b) nell'ordinamento nel quale sono costituite le parti, le c) nell'ordinamento nel quale risiede la succursale attraverso la quale le parti hanno concluso l'accordo.

Sul trattamento dei derivati ai fini della vigilanza prudenziale sulle banche, B. S. DARRINGER, Swaps, Banks and Capital: an analisys of swap risks and a critical assessment of the Basle Accord's treatment of swaps, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1995, 259; P. Scherer – F. Torzo, The Capital Treatment of Credit Derivatives, in JIBL, 1999, 144; M. J. B. HALL, The revised supervisory treatment of netting and potential exposure for Off – balance – sheet items under the Basle Capital Accord, in JIBL, 1996, 93; C. Brown, Regulating Credit Derivatives, in European Financial Service Law, 1996, 246; G. CAROSIO, Le tendenze nella regolamentazione internazionale e nazionale del rischio di credito creditizia, in Bancaria, 1999, n. 3, 24; R. MASERA, Rischio controparte e rischio finanziario in mercati integrati: separatezza e intrecci, in Bancaria 1993, n. 6, 7; A. Perrone, La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati, Milano, 1999; D. Southern, Trading Book and Capital Adequacy, in European Financial Service Law, 1995, 196.

securities lending è possibile tenere conto dell'esposizione netta solo nella misura della differenza tra quanto ricevuto e il valore di mercato di quanto deve essere restituito; è inoltre necessario il rispetto di altre due condizioni: a) l'operazione deve intercorrere tra operatori professionali e b) l'operazione deve essere documentata da un accordo che prevede acceleration, close – out e net settlment di tutte le transazioni in essere. Sul trattamento del repo e del securities lending da parte della direttiva G. MORTON, International Coverage of the PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement, (1997) JIBFL pp. 128 ss..

Nella valutazione dei derivati, il calcolo dell'equivalente creditizio deve essere effettuato secondo il metodo del valore corrente. Il valore corrente di un contratto derivato è la somma del costo di sostituzione e dell'esposizione creditizia futura<sup>36</sup>.

Il costo di sostituzione è il valore intrinseco del contratto, se positivo. Esso è rappresentato dal valore del credito che spetta alla banca al tempo del calcolo e in relazione alle condizioni di mercato presenti in quel momento. L'esposizione creditizia futura esprime, in termini percentuali, la probabilità che in futuro il valore intrinseco del contratto possa modificarsi in relazione alla volatilità dei tassi di interesse e di cambio, degli indici di riferimento e alla vita residua.

3.2. La valutazione delle operazioni fuori bilancio assistite da "accordi di compensazione". Le istruzioni prevedono che regole di valutazione particolari valgono per le banche che concludono con controparti italiane o straniere accordi di

Sul conflitto tra banche e autorità di vigilanza in merito alla valutazione dei derivati (cioè, le prime aspirano a considerare i derivati come strumenti che le liberano pienamente dal rischio di credito, allo scopo di ridurre il più possibile il "costo" del capitale a fini regolamentari, le secondo invece tendono a circoscrivere il più possibile l'effetto di garanzia, per motivi prudenziali): S. K. HENDERSON, Credit Derivatives – Part 3: Selected Legal Issues, (1999) May JIBFL, p. 196.

<sup>&</sup>lt;sup>36</sup> Sui criteri di valutazione da parte delle autorità di vigilanza di altri paesi: A) negli USA THE BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, Supervisory Guidance for Credit Derivatives, 12 August 1996: la banca che fornisce la protezione del rischio deve convertire l'importo nozionale del derivato al 100% per ottenere il suo equivalente creditizio ai fini del calcolo del requisito patrimoniale; il coefficiente di ponderazione applicabile all'equivalente creditizio è quello dell'emittente (c.d. Reference Entity) e non quello della controparte del derivato. Se la banca che ha fornito la garanzia a sua volta di copre stipulando un'altro derivato (back - to - back derivative transaction) le istruzioni della FED consentono di applicare al primo derivato il coefficiente di ponderazione della controparte del secondo, in questo modo riconoscendo l'effetto di copertura del rischio attuato con il secondo derivato. Al contrario le banche che "comprano" la protezione possono subito applicare il coefficiente di ponderazione del venditore della protezione. Al tempo delle istruzioni queste regolavano solo il banking book, e solo incidentalmente il trading book; THE OFFICE OF CONTROLLER OF THE CURRENCY, Credit Derivatives -Guidelines for National Banks, OCC Bulletin OCC 96 - 43 (12 August 1996); citati da C. BROWN, Legal, Documentation and Regulatory Issues of Credit Derivatives, in JIBFL 1997 - March, p. 125 s. B) per l'UK: THE BANK OF ENGLAND, Discussion Paper - Developing a Supervisory Approach to a Credit Derivatives, November 1996:

compensazione ai quali è possibile riconoscere l'effetto di riduzione del rischio di credito in relazione ai contratti derivati conclusi<sup>37</sup>.

Per potere essere riconosciuti come strumenti per la limitazione del rischio di credito, gli accordi di compensazione devono soddisfare i requisiti indicati nell'All. B, par. 3 del Titolo IV, Capitolo 2. In base alle istruzioni, "il rischio di credito sui contratti derivati può essere ridotto dai seguenti tipi di compensazione contrattuale:

- a) contratti bilaterali di novazione tra una banca e la sua controparte, in base ai quali le reciproche posizioni creditorie e debitorie sono automaticamente compensate in modo tale che con la novazione venga stabilito un unico importo netto e si dia quindi origine ad un unico nuovo contratto, giuridicamente vincolante, che si sostituisce ai contratti precedenti;
  - b) altri accordi bilaterali di compensazione tra una banca e la sua controparte".

L'effetto di riduzione del rischio di credito è riconosciuto dalla Banca d'Italia a condizione che a) l'accordo di compensazione preveda la risoluzione di tutte le transazioni in essere al verificarsi di events of default (inadempimento della controparte per insolvenza, bancarotta, liquidazione o per qualsiasi altra circostanza simile) e il computo di un unico saldo netto; b) risulti in base a pareri legali la possibilità di fare

<sup>&</sup>lt;sup>37</sup> Secondo D. TURING, Set - Off and Netting: Developments in 1996 affecting Banks, in (1997) 4 JIBFL 155 ss., i sistemi negoziali per la gestione del rischio di insolvenza con cui le regole di vigilanza debbono confrontarsi sono: A) Set - Off: è l'eccezione di compensazione; secondo l'A. il pericolo insito nel set - off è il seguente: le procedure concorsuali di alcuni ordinamenti non ammettono l'eccezione di compensazione, e quindi il debitore del fallito che sia anche suo creditore potrebbe essere costretto a pagare il proprio debito e ad insinuarsi al passivo per il pagamento del credito verso il fallito; B) Netting: è un accordo di compensazione, tale per cui la somma dovuta è sempre e solo quella netta risultante dalla compensazione delle reciproche posizioni. Secondo l'A. esistono tre possibili accordi di Netting: 1) Netting by Novation: presuppone l'esistenza di un conto corrente tra le parti. Il saldo delle transazioni da regolare alla medesima data si somma, dando vita ad una sola posizione di debito - credito. Il limite risiede nel presupposto che le transazioni debbono essere regolate alla medesima scadenza; 2) Close -Out Netting: l'inadempimento di un'obbligazione relativa ad una transazione, determina la risoluzione anticipata di tutte le transazioni in essere tra le parti, così che è possibile determinare un unica posizione di debito credito; 3) Settlement (o Payment) Netting: è previsto per le obbligazioni aventi ad oggetto la restituzione reciproca di somme capitali derivanti da diverse transazioni. In sostanza le parti si impegnano affinché solo la parte che in base alle compensazioni risulta debitrice effettui il pagamento (es. se A deve restituire a B la somma di 100 e B deve restituire ad A la somma di 50, solo A effettuerà il pagamento di 50).

valere in giudizio tale accordo; e c) le procedure amministrative interne alla banca consentano la periodica revisione del giudizio in merito alla enforceability dell'accordo di compensazione. Ai fini del riconoscimento la Banca d'Italia può acquisire il parere delle Banche Centrali delle giurisdizioni rilevanti in merito alla validità dell'accordo. Non possono essere riconosciuti gli accordi che prevedono una clausola di deroga cioè "una disposizione che consente a una controparte non inadempiente di effettuare soltanto pagamenti limitati, ovvero di non effettuare alcun pagamento a favore dell'inadempiente, anche se quest'ultimo risultasse un creditore netto".

į

Nel caso in cui l'accordo di compensazione assuma la forma del "contratto di novazione", la valutazione del derivato in presenza di un accordo di compensazione viene effettuata sull'importo netto e non sugli importi lordi nascenti dalle singole transazioni, con riferimento sia al calcolo del costo di sostituzione sia a quello dell'esposizione creditizia futura.

Quando l'accordo di compensazione assume altra forma il calcolo del costo di sostituzione può essere effettuato sull'importo netto. Il calcolo dell'esposizione creditizia futura può essere effettuato tenendo presente l'importo netto solo quando a) il derivato è un contratto su cambi a termine, ovvero b) un altro contratto nel quale "vi è corrispondenza fra il capitale di riferimento e i flussi monetari, nei casi in cui le somme da ricevere o da versare diventano esigibili alla stessa scadenza e sono espresse nella medesima valuta".

3.3.. I requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato. La sempre maggiore operatività delle banche sul mercato degli strumenti finanziari ha imposto l'adozione di un requisito patrimoniale minimo a fronte dei rischi di mercato. Il requisito patrimoniale a fronte del rischio di mercato viene definito dalle Istruzioni di Vigilanza (Titolo IV, Capitolo 3) come la somma dei requisiti patrimoniali relativi al rischio di mercato del portafoglio titoli non immobilizzato (rischio di posizione, rischio di regolamento; rischio di controparte; rischio di concentrazione) e del rischio di mercato della restante del bilancio nel suo complesso (rischio di cambio; rischio di posizione su merci). Il computo di tale rischio può avere luogo secondo una metodologia standard ovvero secondo una procedura elaborata dalla stessa banca e soggetta all'approvazione da parte della Banca d'Italia, che fa riferimento al metodo statistico denominato VaR – Value at Risk, che consente alla banca di avere aggiornata la propria esposizione verso il mercato in tempo reale.

Nel metodo standardizzato il calcolo del requisito patrimoniale a fronte dei rischi di mercato ha luogo secondo diversi sistemi, in relazione al tipo di rischio.

Con riferimento al rischio di posizione, cioè il rischio derivante da variazioni dei prezzi di mercato sfavorevoli alla banca, le Istruzioni distinguono tra le posizioni in titoli di debito e quelle in titoli di capitale. Nel caso di posizioni in titoli di debito viene imposto di rilevare le posizioni fuori bilancio come combinazione tra una posizione lunga e una posizione corta del medesimo importo ancorché distribuite su diverse fasce temporali, cioè di considerare l'operazione come la somma di un acquisto a pronti e di una vendita a termine o viceversa. La compensazione, a prescindere da qualunque previsione delle parti al riguardo, è ammessa solo se ricorrono determinati requisiti: a) la posizioni di segno opposto debbono derivare da contratti derivati del medesimo tipo, b) le posizioni debbono avere il medesimo valore nominale ed essere denominate nella stessa valuta; c) nel caso di operazioni che fanno riferimento a un tasso variabile, il tipo di tasso deve essere lo stesso, mentre per le operazioni a tasso variabile è ammessa una differenza dello 0,15%; d) il tasso di riferimento delle diverse operazioni deve essere rilevato entro un breve termine di tolleranza (Istr. Vig., Tit. IV, Cap. 3, Parte I, Sez. III, par. 2.1.3.).

Nel caso di posizione in titoli di capitale, le operazioni in derivati possono essere rilevate o come autonomo titolo, al pari di una azione, ovvero qualora abbiano per oggetto un indice possono essere scomposte nei titoli che formano il paniere sottostante: in questo caso, sempre prescindendo da ogni accordo al riguardo, "le singole posizioni rivenienti dalla scomposizione dell'indice possono essere compensate con le posizioni opposte negli stessi titoli di capitale rivenienti da altre operazioni" (Istr. Vig., Titl IV, Cap. 3, Parte I, Sez. III, par. 3.).

Nessuna disposizione particolare viene dettata con riferimento al rischio di regolamento relativo ai derivati e alle altre operazioni fuori bilancio (Istr. Vig., Tit. IV, Cap. 3, Parte I, Sez. IV).

Con riferimento al rischio di controparte (Istr. Vig., Tit. IV, Cap. 3, Parte I, Sez. V), cioè il rischio di inadempimento di operazioni di mercato, le Istruzioni nel regolamentare il calcolo del requisito patrimoniale relativo ai derivati fanno espressamente rinvio all'Allegato B del Capitolo 2 del Titolo IV, che come si è visto disciplina il computo del valore corrente tenendo presenti gli eventuali accordi di compensazione conclusi dalle parti.

4. Il sistema del nuovo Accordo di Basilea. Il sistema della vigilanza prudenziale come sopra descritto è destinato a subire profonde innovazioni con l'introduzione nel nostro ordinamento delle regole prudenziali contenute nel Nuovo Accordo di Basilea sui Requisiti Patrimoniali elaborato dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (c.d. Basilea 2, New Basle Capital Accord)<sup>38</sup>.

Il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito, di mercato e operativo (c.d. primo pilastro) ha luogo secondo la struttura logica delle Istruzioni di Vigilanza (che sono frutto del primo accordo di Basilea) e pertanto si distingue tra un metodo standard e una metodologia interna alle banche. Di seguito vengono descritte le caratteristiche del metodo standard rilevanti ai fini del presente lavoro.

4.1. La valutazione delle posizioni fuori bilancio in generale. Con riferimento alle posizioni fuori bilancio, il metodo standard prevede la loro conversione in equivalenti creditizi attraverso fattori di conversione del credito (FCC).

I singoli contratti del mercato OTC vengono assoggettati alle seguenti regole. I coefficienti di ponderazione a fronte del rischio di controparte dei derivati OTC non dovranno essere assoggettati a "particolari soglie massime"; "le operazioni di prestito titoli o costituzione di titoli in garanzia comprese quelle risultanti da transazioni del tipo pronti contro termine (pronti contro termine attivi/passivi e operazioni attive/passive di prestito titoli), saranno soggette a un FCC del 100%". Nel caso in cui l'esposizione nascente da questi contratti, una volta convertita in equivalente creditizio, sia assistita da

Un giudizio scettico sul modo di valutazione, considerato troppo rigido, dei derivati introdotto nell'accordo di Basilea dalla modifica del 1988 : S. K. HENDERSON, Credit Derivatives – Part 3: Selected Legal Issues, (1999) May JIBFL, p. 199.

COMITATO DI BASILEA SULLA VIGILANZA BANCARIA, Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali. Documento a fini di consultazione, Basilea, Aprile 2003, consultabile al sito http://www.bis.org. Sull'evoluzione del primo accordo di Basilea in modo da tenere in considerazione il rischio di mercato e il contenuto della Direttiva del Consiglio 93/6/CEE del 15 marzo 1993, sulla Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Insitutions – c.d. Capital Adequacy Directive (CAD); Direttiva del Consiglio 89/647/CEE del 18 dicembre 1989 on the Solvency Ratio for Credit Institutions – c.d. Solvency Ratio Directive; BASLE COMMITTEE, The Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risk, January 1996.

garanzie reali, valgono le regole generali sulle tecniche di attenuazione del rischio di credito.

4.2. Le tecniche per la attenuazione del rischio di credito (Credit Risk Mitigation) in generale. Una delle principali innovazioni introdotte dal nuovo Accordo in materia di calcolo del requisito patrimoniale minimo a fronte dei rischi è il più ampio riconoscimento delle forme nelle quali l'esposizione della banca può essere garantita.

Il riconoscimento delle garanzie ai fini della mitigazione del rischio è subordinato a requisiti di certezza legale che prescindono dalla natura della garanzia stessa. E' necessario infatti gli accordi delle parti in ordine a garanzie collaterali, accordi di compensazione, garanzie personali e derivati di credito siano validi ed efficaci in tutti gli ordinamenti giuridici interessati dagli accordi stessi.

4.2.1. Le garanzie reali (collateral) in generale. La prima innovazione rispetto alla precedente versione dell'Accordo è rappresentata dalla possibilità che viene riconosciuta alle banche di scegliere tra due sistemi: il metodo semplificato, che è quello tradizionale, consente alla banca di ponderare l'esposizione garantita secondo il coefficiente corrispondente alla natura della garanzia (es. oro, titoli etc.) anziché secondo il coefficiente applicabile alla controparte; e il metodo integrale cioè il metodo che, riconoscendo quanto previsto dalle clausole di garanzia finanziaria, ammette la compensazione tra l'importo dell'esposizione e quello della garanzia, con la conseguenza che il computo dell'esposizione verrà effettuato con esclusivo riferimento al saldo netto risultante dalla compensazione (par. 92)<sup>39</sup>. Qualora venga adottato il metodo integrale l'ammontare sia dell'esposizione che della garanzia debbono essere corretti attraverso l'applicazione di scarti prudenziali che tengano conto sia del rischio di posizione sia del rischio in cambi, qualora l'esposizione e la garanzia siano denominate in valuta diversa (parr. 101 - 103): pertanto l'importo dell'esposizione e della garanzia risulteranno rispettivamente aumentato e diminuito rispetto al loro valore nominale. Nel determinare l'ammontare degli scarti le banche possono in alternativa utilizzare gli scarti fissi determinati dallo stesso Accordo, c.d. scarti prudenziali

Mentre per il c.d. banking book, cioè per le esposizioni creditizie, la scelta è discrezionale, per il c.d. trading book, cioè per le esposizioni di mercato, le banche dovranno adottare esclusivamente il metodo integrale.

standard, ovvero determinare esse stesse l'importo tenendo conto della volatilità degli strumenti finanziari impiegati secondo procedure che dovranno essere riconosciute dalle autorità nazionali di vigilanza (par. 104).

Il riconoscimento degli effetti delle garanzie reali ai fini della riduzione del rischio è soggetto ad una serie di condizioni. In primo luogo, "il meccanismo legale con cui una garanzia reale viene prestata o trasferita deve assicurare alla banca il diritto di escuterla o di assumerne legalmente il possesso in modo tempestivo nell'eventualità di inadempimento della controparte (e, ove del caso, dell'istituzione depositaria della garanzia) per insolvenza, fallimento o qualsiasi circostanza simile altrimenti definita nella documentazione pertinente come credit event" (par. 94). Pertanto, a differenza di quanto prevedono le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, l'Accordo riconosce l'individuazione dei credit event fatta dalle parti. Le banche sono, inoltre, tenute a rispettare tutte le prescrizioni necessarie per rendere opponibili le garanzie ai terzi, per esercitare il diritto di compensazione - per novazione o mediante altri accordi bilaterali - relativamente al trasferimento di proprietà della garanzia (par. 94); debbono dotarsi di procedure interne che garantiscano il rispetto di tutte le regole necessarie a ottenere la tempestiva liquidazione della garanzia reale (par. 96); debbono assicurarsi che nel caso in cui la garanzia reale sia depositata presso terzi la garanzia venga tenuta legalmente distinta dai beni propri del depositario (par. 97); infine, non deve sussistere correlazione positiva tra la qualità creditizia della controparte e il valore della garanzia, ad esempio non è idoneo come garanzia un titolo emesso dallo stesso soggetto finanziato (par. 95).

4.2.2. Le garanzie reali che assistono le obbligazioni nascenti da contratti OTC. Regole particolari sono previste in relazione ai singoli tipi di contratti OTC, con riferimento sia all'ambito di applicazione del requisito patrimoniale sia al calcolo di quest'ultimo in presenza di accordi di netting.

Per quanto attiene all'ambito di applicazione del requisito patrimoniale, l'accordo prevede che i requisiti patrimoniali devono essere applicati a entrambe le posizioni assunte dalle banche in una transazione collateralizzata. Sono tali i pronti contro termine sia attivi che passivi, le contropartite di una operazione di prestito titoli attiva e passiva, la costituzione di titoli in garanzia a fronte di una esposizione in strumenti derivati o di altre forme di indebitamento (par. 98). In sostanza l'Accordo prende atto che anche quanco la banca è il soggetto finanziato esiste un'esposizione creditizia nei confronti della controparte, che consiste nel pericolo dell'inadempimento dell'obbligo di restituzione dei titoli dati in garanzia dalla banca. Nel caso in cui la

banca allestisca transazioni di tipo pronti contro termine (pronti contro termine attivi/passivi e operazioni attive/passive di prestito titoli) fra un cliente e una parte terza garantendo al cliente che quest'ultima rispetterà i suoi obblighi, le banca deve calcolare i requisiti patrimoniali come se fosse partecipante diretta all'operazione in quanto incorre in un rischio equivalente a quello che avrebbe assunto se fosse stata essa stessa controparte nella transazione (par. 99). La previsione regola infatti il caso del tri – party repo, dove la banca si pone quale intermediario tra le parti "finali" dell'accordo garantendo le rispettive posizioni: in questo caso la banca è esposta verso entrambi i contraenti come se fosse la controparte originaria dell'operazione.

Molto più articolate sono le regole per il computo del requisito patrimoniale in presenza di accordi di *netting*.

Nel caso in cui venga adottato il metodo integrale, è previsto (par. 141) che le operazioni di pronti contro termine sono soggette ad uno scarto dello 0%, a condizione che il contratto contempli l'adeguamento automatico dei margini di garanzia e la risoluzione anticipata nel caso di event of default. Il riconoscimento delle clausole di netting ai fini del computo degli scarti prudenziali è subordinato a quanto di regola previsto dai master agreements (par. 144).

Se è stato adottato il metodo semplificato, le garanzie reali sono ammesse ai fini del calcolo dell'esposizione se sono prestate per la stessa durata dell'esposizione e viene previsto l'adeguamento market – to – market del valore della garanzia a quello dell'esposizione con una periodicità non inferiore ai sei mesi (par. 153). Qualunque sia la garanzia prestata è prevista l'applicazione di una soglia minima del 20%, con alcune eccezioni. La prima riguarda i pronti contro termine e i derivati OTC per i quali è prevista l'applicazione di uno scarto prudenziale dello 0%, e per i quali nel metodo semplificato è esclusa l'applicazione di una soglia minima (par. 154). La stessa regola vale per i derivati OTC con garanzia a contante e per i quali è previsto l'adeguamento giornaliero dei margini di garanzia. Nel caso in cui siano in vigore accordi di compensazione, il costo di sostituzione preso in considerazione ai fini del computo dell'esposizione è il costo netto di sostituzione (par. 157 ss.).

4.2.3. I derivati su crediti. Oltre ai requisiti generali di certezza giuridica di cui si è detto, e che valgono sia per le garanzie reali sia per le garanzie personali, l'Accordo detta alcune regole speciali per i derivati di credito impiegati per finalità di hedging.

Il riconoscimento dei derivati di credito ai fini della riduzione dell'esposizione è subordinato ad alcune condizioni che attengono il verificarsi del credit event e del suo

accertamento (par. 162). Gli unici tipi di derivato di credito ammessi al calcolo sono i credit default swaps e i total return swaps (par. 165). Analogamente a quanto previsto per le garanzie personali, si applica la ponderazione del fornitore della garanzia (par. 166).

4.3. Le questioni attinenti al trading book. Il trattamento del rischio di controparte. Il par. 643 definisce il trading book quale un insieme di posizioni in strumenti finanziari e su merci, detenute per la negoziazione o la copertura del rischio inerente ad altri elementi dello stesso portafoglio. Per quanto interessa in questa sede, i paragrafi 660 – 663 stabiliscono che la valutazione del rischio di controparte nel trading book, cioè il pericolo di inadempimento relativo a Pronti contro Termine e derivati OTC facenti parte del trading book, deve essere effettuata secondo le regole che valgono per la valutazione delle stesse posizioni facenti parte del banking book.

Sezione Quinta: Rilevanza sistemica del corretto funzionamento delle clausole sull'insolvenza.

1. I termini del problema. Le transazioni del mercato OTC sono normalmente tra loro connesse dal punto di vista economico, in quanto l'adempimento degli obblighi nascenti da un contratto rappresenta il presupposto dell'adempimento di altri contratti. Esiste quindi un rischio sistemico, cioè il pericolo che la crisi del singolo intermediario possa propagarsi ad altri; nel caso delle transazioni cross – border il rischio ha estensione globale.

Questo accade, in primo luogo, perché i flussi finanziari attesi in virtù di un contratto per una determinata data formano oggetto di nuovi contratti con efficacia a partire da quella stessa data. Ad esempio se la Banca A attende per il giorno T la retrovendita da parte della Banca B di BTP per un controvalore di 100 milioni di Euro, la Banca A potrebbe avere già venduto quegli strumenti finanziari alla Banca C sulla base di un contratto stipulato alla data T – 2, ma con efficacia dal giorno T; quindi l'inadempimento della Banca B all'obbligo della retrovendita renderà la Banca A inadempiente all'obbligo della consegna nei confronti della Banca C. Una situazione del genere si è verificata in occasione della crisi di grandi banche e intermediari finanziari

internazionali<sup>40</sup>: l'impossibilità di fare fronte agli impegni assunti in base all'operatività in derivati *OTC* ha posto in grave crisi la stabilità del sistema bancario internazionale, così profondamente interconnesso, e solo un intervento delle autorità monetarie ha potuto evitare il verificarsi di una grave crisi sistemica.

La situazione appena descritta, peraltro riscontrabile anche nei rapporti tra operatori non professionali, è aggravata dalla particolare natura delle obbligazioni delle parti, le quali hanno per oggetto cose determinate solo nel genere, e a cui corrispondono il diritto di adempiere per mezzo di Equivalent Securities nonché la facoltà di Substitution. Ne consegue che, per un elementare esigenza di utilizzo di risorse fruttifere, la disponibilità delle cose in capo all'obbligato sussiste solo nel giorno dell'adempimento. Per esemplificare, se l'operatore A ha concluso con l'operatore B un pronti contro termine avente per oggetto BTP per un controvalore di 100 milioni dileuro con scadenza a tre mesi, l'operatore B potrebbe impiegare quanto ricevuto per un periodo di tempo inferiore, ad esempio per finanziarsi, ad un tasso più basso di quello praticato sul precedente repo nei confronti dell'operatore C. In questo modo accade che l'insolvenza dell'operatore C potrebbe mettere l'operatore B nella condizione di essere a sua volta inadempiente.

2. L'incertezza legale come fonte di rischio sistemico: i problemi di validità delle clausole sull'insolvenza in generale. A differenza di quanto accade nei mercati regolamentati di strumenti finanziari mancano sistemi di garanzia dell'adempimento delle singole transazioni che permettano di distribuire l'inadempimento del singolo intermediario sulla generalità degli operatori preservando l'integrità del mercato in

B. NICOSIA, La vicenda della BCCI: riflessioni sull'attuale regime di vigilanza bancaria internazionale, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1992, II, 149; M. L. SHAPIRO, Come la crisi della Barings è stata gestita dalla Commodity Futures Trading Commission, in Banca, Impresa, Società, 1995, 465; P. WOOD, Trust worldwide and systemic risk, in JIBL, 1997, 211; R. CALNAN, Security over Deposits again: BCCI (No 8) in the House of Lords, in JIBFL, 1998, 125; R. CALNAN, Securities over Deposits after Re BCCI (No 8), in JIBFL, 1996, 111; P. CASSON, BIS Strategy for Dealing with Foreign Exchange Settlement Risk, in JIBFL, 1996, 326; R. DALE, Controlling Risk in Large Value Interbank Payment Systems, in JIBL, 1997, 426; R. DALE, Risk Management in US derivatives Clearing Houses, in European Financial Service Law, 1998, 173; D. SOUTHERN, Barings - the party's over, in European Financial Service Law, 1995, 98; F. PARTNOY, The shifting contours of derivatives regulation, in University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, 2001, 421.

quanto tale. Solo in apparenza fanno eccezione a questa circostanza le transazioni che vengono concluse con l'assistenza di una Central Counterparty in quanto l'adesione ai servizi della Central Counterparty è assolutamente discrezionale e comunque non esime le parti dai rischi derivanti dall'inadempimento di operatori non aderenti.

Questo dato di fatto, in una certa misura connaturato alla natura stessa del mercato OTC, è aggravato dall'incertezza giuridica (c.d. legal risk) sulla validità ed efficacia delle clausole attraverso le quali le parti cercano di cautelarsi contro il rischio di inadempimento della controparte. Tali questioni, che formano oggetto dei capitoli che seguono, possono essere riunite in alcune categorie generali.

Ad un primo gruppo appartengono le questioni di diritto internazionale privato sulla validità e l'efficacia delle garanzie reali che, intese in senso ampio, assistono le transazioni finanziarie prese in considerazione. Sono tali il problema della individuazione della legge che regola le garanzie reali e il problema della recharacterisation delle garanzie poste in essere mediante il trasferimento della proprietà (c.d. outright transfers) quali i repurchase agreements e i margini di garanzia.

Un altro gruppo comprende i problemi del rapporto tra le clausole che contemplano meccanismi di *netting* e le procedure concorsuali. Sono tali il problema della sorte della transazione in occasione dell'apertura di procedure concorsuali, il problema della validità ed opponibilità del *netting* e il problema dell'opponibilità delle garanzie finanziarie costituite sia some garanzie tipiche sia sotto forma di garanzia atipica.

3. Le ragioni della rilevanza macroeconomica del problema. In prospettiva macroeconomica, il principale motivo di preoccupazione è costituito dall'aggravamento del rischio sistemico che l'incertezza legale produce. A questo si aggiungono altre ragioni più "fisiologiche".

<sup>41</sup> Sull'individuazione delle questioni macroeconomiche poste dalle clausole di netting BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten, Basle, 1990, pp. 6 ss., consultabile al sito http://www.bis.org/publ/cpss04.pdf, CONTACT GROUP ON THE LEGAL AND INSTITUTIONAL UNDERPINNINGS OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM, Insolvency Arrangements and Contract Enforceability, Appendix A: Cross – Border Aspects of Insolvency, September 2002; consultabile al sito www. imf. org / external / np / g10/2002 / pdf / 120502.pdf.

In primo luogo tutte le transazioni prese in considerazione sono strumentali all'esercizio delle funzioni di politica monetaria da parte delle Banche Centrali e in particolare al controllo sull'offerta di moneta attraverso le operazioni di mercato aperto. Il repurchase agreement costituisce infatti il principale strumento per il controllo dei tassi di interesse del mercato interbancario e quindi dei tassi del mercato monetario. Attraverso i derivati di credito le Banche Centrali possono cautelarsi contro il rischio di tasso di interesse. Infine con le operazioni in cambi consentono di controllare indirettamente la dinamica dei tassi di mercato.

L'adempimento delle transazioni costituisce poi il fondamento di un sistema internazionale dei pagamenti ordinato e non gravante sulla collettività; i casi di crisi sistemica bloccati in radice dall'intervento delle Banche Centrali sono assai significativi da questo punto di vista: solo il finanziamento pubblico dell'inadempimento ha impedito l'effetto domino, ma questo finanziamento ha avuto un costo per gli stati che vi hanno contribuito.

## CAPITOLO II

## LA LEGGE APPLICABILE ALLE GARANZIE REALI TIPICHE E MEDIANTE OUTRIGHT TRANSFER

Sommario: 1. Introduzione. Le garanzie reali tipiche e quelle mediante outright transfer, Sezione Prima: Il problema della legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari: la struttura del settlement di operazioni cross - border; 1. Introduzione; 2. Organizzazione dei servizi di cross – border settlement; 3. Funzioni economiche del cross - border settlement; 4. Complessità del cross border settlement; 5. Il dibattito sulla natura dei diritti dei depositanti e i problemi ad esso collegati; Sezione Seconda: Il problema della legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari oggetto di transazioni cross border. Gli ordinamenti di common law; 1. I termini del problema: le sentenze Macmillan Inc v Bishopgate Investment Trust plc e Re Harvard Securities Ltd; 2. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applicabile alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari nei direct holding systems. I sistemi di common law; 3. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applicabile alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari negli indirect holding systems; 3. a. I possibili conflitti nella "chain of intermediation;"; 3. b. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termini del dibattito dottrinale. Il PRIMA, 3. c. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termini del dibattito dottrinale. Il see – through approach; Sezione Terza. Il problema della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di deposito accentrato nell'ordinamento italiano; 1: Introduzione. La disciplina fino alla Convenzione di Roma e alla legge 218 del 1995; 2. Il diritto in vigore: la disciplina convenzionale; 3. Il diritto vigente. L'art. 59, comma 3 della legge 218 del 1995; 4. Il diritto vigente. I titoli dematerializzati; 5. La natura dei diritti degli aderenti ai sistemi di deposito accentrato nella dottrina italiana; Sezione Quarta: Il problema del recharacterisation risk; 1. Nozione di recharacterisation risk; 2. Le conseguenze sui contratti di garanzia; 3. La riqualificazione nei contratti regolati dal diritto interno; 3.1. La qualificazione come pegno; 3.2. La qualificazione come patto commissorio, 4. La riqualificazione delle transazioni cross border in generale: il problema delle qualificazioni nel caso delle outright transfer; 5. Le

garanzie finanziarie cross – border e l'ordine pubblico; 6. La recharacterisation dei derivati di credito.

1. Introduzione. Le garanzie reali tipiche e quelle mediante outright transfer. Le obbligazioni nascenti dai contratti finanziari in uso nel mercato over – the – counter possono essere assistite da diverse specie di garanzie reali.

Un primo gruppo comprende le garanzie tipiche, perché oggetto di espressa regolamentazione da parte di un ordinamento giuridico, che nella stragrande maggioranza dei casi è quello inglese. Nel caso di transazioni cross – border la tipicità della garanzia rappresenta allo stesso tempo la forza della garanzia ma anche il punto debole. Al creditore che abbia osservato le regole sulla costituzione della garanzia la tipicità assicura che il suo diritto potrà essere fatto valere in ogni circostanza e soprattutto nel caso di assoggettamento del proprio debitore a procedure concorsuali o esecutive. Ma per un creditore residente in un altro ordinamento giuridico la tipicità è anche fonte di incertezze e di costi. Quanto alle incertezze, l'ordinamento giuridico inglese oltre a conoscere diversi tipi di garanzia reale su strumenti finanziari (mortgage, pledge, floating charge) prevede un diverso trattamento della garanzia a seconda che la pretesa del creditore sia legal ed equitable (mortgage e pledge) ovvero riconosciuta solo in equity (floating charge). Si tratta di una situazione molto articolata in confronto a quanto previsto dalla legge italiana nella quale il pegno è l'unica garanzia tipica che può

Le differenze tra le diverse forme di garanzia vengono così illustrate da MILLETT LJ in Re Cosslett (Contractors) Ltd [1997] 4 All England Law Reports 115 "There are only four kinds of consensual security known to English law: (i) pledge; (ii) contractual lien; (iii) equitable charge and (iv) mortgage. A pledge and a contractual lien both depend on the delivery of possession to the creditor. The difference between them is that in the case of pledge the owner delivers possession to the creditor as security, whereas in the case of a lien the creditor retains possession of goods previously delivered to him for some other purpose. Neither a mortgage nor a charge depends on the delivery of possession. The difference between them is that a mortgage involves a transfer of legal or equitable ownership to the creditor, whereas an equitable charge does not". Sul pledge N. E. PALMER, Bailment, 2<sup>nd</sup> ed., London, 1991, p. 1379; N. PALMER – A. HUDSON, Pledge, in N. PALMER – E. MCKENDRICK (Eds), Interests in Goods, 2<sup>nd</sup> ed., London 1998, p. 621; sul mortgage, con riferimento a strumenti finanziari, M. HOLDEN, The Law and Practice of Banking, 8<sup>th</sup> ed., London, 1993; sulla floating charge R. M. GOODE, Legal Problems of Credit and Security, 2<sup>nd</sup> ed., 1988, J. FLETCHER, Insolvency in Private International Law, Oxford, 1999; sul lien, Fisher & Lightwood's Law of Mortgage, 10<sup>th</sup> ed., London, 1988.

essere costituita volontariamente su strumenti finanziari. Il rispetto delle formalità previste dalla legge per la costituzione delle garanzie reali tipiche impone inoltre agli intermediari un notevole sforzo in termini organizzativi, talvolta consistente nella costituzione di una sede secondaria, il cui costo è giustificato solo nel caso di intermediari di notevoli dimensioni.

Il secondo gruppo di garanzie è rappresentato da quelle attuate mediante il trasferimento della proprietà dell'attività che ne forma l'oggetto con il patto della definitiva acquisizione da parte del creditore dell'obbligazione netta ovvero di retrocessione in caso di adempimento. Sono tali sia la garanzia attuata mediante i repurchase agreements, sia i margini di garanzia. Per le ragioni di cui si dirà questa forma di garanzia è quella maggiormente utilizzata per le transazioni cross – border sia pure con le notevoli incertezze sulla sua validità ed efficacia nel caso di insolvenza del datore della garanzia.

Oggetto di questo capitolo sono i problemi relativi alla validità e all'efficacia dei diversi tipi di garanzia reale appena illustrati e le soluzioni offerte dalla dottrina, mentre le soluzioni di diritto positivo vengono trattate nei capitoli quinto e seguenti. In primo luogo vengono presi in considerazione i problemi legati all'individuazione della legge applicabile alle garanzie sia nei direct holding systems, cioè nei sistemi di circolazione degli strumenti finanziari che non si fondano sulla presenza di intermediari, sia negli indirect holding systems, nei quali invece la circolazione degli strumenti finanziari avviene attraverso una pluralità di intermediari posti su differenti livelli. In secondo luogo viene esaminato il problema della validità e dell'efficacia delle outright transfers con particolare riferimento alle questioni relative alla qualificazione, in sede contenziosa, delle stesse come garanzie tipiche. Non vengono presi in considerazione i problemi che potrebbero porsi nel caso di assoggettamento del datore della garanzia a procedure concorsuali, sui quali si rinvia al capitolo successivo.

Preliminarmente vengono illustrati la struttura e il funzionamento dei sistemi di regolamento delle transazioni *cross* – *border* perché rappresentano il presupposto di gran parte delle questioni relative alla determinazione della legge applicabile alle garanzie finanziarie.

Sezione Prima: Il problema della legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari: la struttura del settlement di operazioni cross – border.

1. Introduzione. In questa sezione viene descritta l'attuale struttura del settlement di operazioni cross – border, cioè dei sistemi attraverso i quali vengono eseguiti i

trasferimenti a vario titolo dovuti dalle parti di una operazione finanziaria. La struttura del settlement rileva ai fini dei problemi di certezza legale che affliggono le garanzie prestate per due ordini di ragioni. In primo luogo perché è solo attraverso la comprensione di questa complessa struttura che è possibile ricostruire le vicende che effettivamente interessano gli strumenti finanziari che formano oggetto del trasferimento o della garanzia, senza incorrere nelle semplificazioni e nelle facili analogie con situazioni completamente diverse che costituiscono l'humus culturale da cui sono nati alcuni errori di valutazione compiuti dalla giurisprudenza. In secondo luogo perché la struttura del cross – border settlement rappresenta, per le ragioni di cui si dirà, a sua volta uno dei motivi dell'incertezza legale che caratterizza la materia.

2. Organizzazione dei servizi di cross – border settlement. I principali fornitori di servizi di settlement di transazioni cross – border sono attualmente due società private, Euroclear e Clearstream, pertanto le modalità con le quali il servizio è organizzato da questi soggetti viene assunto quale modello di funzionamento dell'attività dei c. d. International Central Securities Depositories (ICSD)<sup>43</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> Sulle economia e i principi generali in materia di regolamentazione dei sistemi di cross border settlment E. BETTELHEIM, Collateral in Euroclear and Cedel: a legal comparison, in JIBFL, 1998, 363; D. DEVOS, La protection juridique des systemes de payiment en cas de defaillance d'un partecipant, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, 11; M. CHAMBERLAIN, The legal framework within with UK Exchanges and Clearing Houses operate, in European Financial Service Law, 1997, 20; K. TYSON QUAH, Cross Border Securities Collateralisation made easy, in JIBFL, 1996, 177; P. BIENENSTOCK, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, Rapporto su regolamenti internazionali in titoli, Basilea, 1995, 29; J. MONTGOMERY, Le Clearing Banks dal 1952 al 1977: un'era di progresso, in Bancaria, 1977, 1033; R. RETTAROLI, Il mercato delle Euro-emissioni e i sistemi di compensazione internazionale tipo CEDEL, in Bancaria, 1971, 616; A. BAGLIONI, La tutela della concorrenza nel settore dei pagamenti: principi teorici e decisioni dell'autorità, in Banca, Impresa, Società, 1999, THE GIOVANNINI GROUP, Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union, Brussels, 2001; P. ENGEL, Introduction pratique au droit suisse du clearing, Geneve, 1954; R. LADBURY, C. MASON, Automated Securities Clearing in Australia, in JIBFL, 1995, 221; R. DALE, Reforming Japan's Payment, Clearing and Settlement Systems, Part I: Large Volume Inter - Bank Payment Systems, in JIBL, 1999, 177; R. DALE, Reforming Japan's Payment, Clearing and Settlement Systems, Part II: Securities and Derivatives Settlement, in JIBL, 1999, 230; R. DALE, Clearing and Settlement Risk in Global Securities Market: the case of CEDEL, JIBL, 1998, 348; R. DALE, Derivatives Clearing Houses: the Regulatory Challenge, in

I clienti degli ICSD sono titolari di un conto titoli nel quale vengono regolate le transazioni di cui sono parte, ma a differenza di quanto accade per i Central Securities Depositories (CSD) nazionali<sup>44</sup> gli ICSD non sono titolari dell'emissione originaria ma sono a loro volta clienti del Central Securities Depository nel quale sono stati immessi,

JIBL, 1997, 46; A. HUDSON, The European Settlement and Collateral Directive, in European Financial Service Law, 1996, 341; R. BRIZI, Efficienza e affidabilità dei sistemi di pagamento di importanza sistemica: i nuovi principi fondamentali, in Bancaria, 2000, n. 12, 62; C. TRESOLDI, Tendenze in atto nei sistemi di regolamento dei titoli, in Bancaria, 2000, n. 10, 74; C. TRESOLDI, Le istituzioni di deposito accentrato al servizio della politica monetaria e dei mercasi, in Bancaria, 1998, n. 3, 88; COMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS OF THE CENTRAL BANKS OF THE G - 10, Report del Comittee on Payments and settlement systems of the Central Banks of the G - 10, Marzo 1996; CPSS - IOSCO, Reccomandations for securities settlement systems, Consultative Report CPSS - IOSCO, January 2001; C. ANGELICI, Osservazioni sul Libro Bianco della Commissione C.E.E. sul Mercato Comune dei Servizi Finanziari, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario,1987, II,307; S. MACCARONE, Gli indirizzi comunitari in materia di sistemi e mezzi di pagamento, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario,1993, I,133; GROUP OF THIRTY, Clearance and Settlement System in the World's Securities Markets (c.d. G30 Report), 1989, www.group30.org; P. ANGELINI, An assessment of systemic risk in the italian clearing system, Banca d'Italia, 1993; M. PRECIOUS, Rational Expectations, non market clearing and investment theory, Oxford, 1997.

Euroclear, che ha sede a Bruxelles, è stata fondata nel 1968 da Morgan Guaranty Trust Co-New York come banca per il regolamento delle transazioni concluse nel mercato internazionale delle obbligazioni, allo scopo di superare le inefficienze del sistema allora in essere, che si basava in larga misura sulla consegna fisica dei certificati: da A. POUTIAINEN, The Rights of Depositary Receipt Holders - A Study in English and Finnish Law - Part 1, (2000) 9 JIBFL, p. 358; Clearstream International è la società risultante dalla fusione tra Cedel International e Deutsche Börse Clearing. Ha sede in Lussemburgo, e prosegue l'attività di Cedel, incominciata nel 1971; A. POUTIAINEN, op. cit., p. 358.

YORK, Cross - Border Clearence, Settlement and Custody: Beyond the G – 30 Recommendations, 1993; sui singoli CSD: A) Sulla struttura del settlement in inghilterra M. EVANS, Opportunities for Collateralisation: Recent and Prospective Developments in Settlement, Part. 1, JIBFL; October 1999, p. 366 ss.; M. EVANS, Opportunities for Collateralisation: Recent and Prospective Developments in Settlement, Part. 2, JIBFL; November 1999, p. 425 ss.; Sui problemi "strutturali" del securities settlement in UK: Mark KIRBY, CREST and Securities Law Reform, (2000) 1 JIBFL [3 - 5]; B) Sulla organizzazione e il funzionamento del settlement e del clearing presso la borsa di Hong Kong: K. PULLEN, Fungible Securities and Insolvency, (1999) 7 JIBFL, pp. 286 ss.

in regime di deposito accentrato, gli strumenti finanziari che formano oggetto dell'operazioni tra i clienti dell'ICSD. La posizione dei clienti dell'ICSD è pertanto analoga a quella dei clienti di una banca: il trasferimento degli strumenti finanziari avviene in base ad una movimentazione dei conti titoli dei clienti, mentre nessun rapporto diretto intercorre con il depositario centrale. Ciascun ICSD è titolare di un conto presso diversi CSD nazionali: ciò conferisce al sistema una struttura a raggiera di cui l'ICSD rappresenta il centro (c.d. hub).

Il sistema può essere esemplificato come segue. La banca A, che risiede in Italia, e la banca B, che risiede in Australia, sono titolari ciascuna di un conto presso l'International Central Securities Depository denominato ICSD; A detiene nel proprio conto titoli presso ICSD mille obbligazioni della società Alfa, immessi in regime di sub – deposito presso il CSD francese, del quale ICSD è cliente. Grazie all'interposizione di ICSD la banca A potrà trasferire alla banca B le proprie mille obbligazioni Alfa, senza la necessità sia per A che per B di essere membri del CSD francese.

3. Funzioni economiche del cross - border settlement. Sotto il profilo economico agli ICSD vengono riconosciute diverse funzioni. In primo luogo, come risulta dalla breve descrizione del loro funzionamento, gli aderenti al sistema realizzano una notevole riduzione dei costi dell'operatività sul mercato finanziario internazionale. L'unica alternativa possibile è infatti rappresentata dall'apertura di un conto di regolamento presso il CSD nel quale viene registrata l'emissione, che in alcuni casi è subordinata alla residenza dell'intermediario o di una sua succursale nello stesso stato, con i conseguenti costi di gestione.

Gli ICSD contribuiscono inoltre in misura considerevole alla riduzione del rischio di settlement, cioè del pericolo di inadempimenti legati a inefficienze nel regolamento delle transazioni, e pertanto abbassano il livello generale di pericolo sistemico<sup>45</sup>. Da questo punto di vista va rilevato cne i servizi degli ICSD non si limitano alla movimentazione dei conti titoli degli aderenti. In primo luogo l'ICSD può operare come Central Counterparty, cioè le parti della transazione possono rinunciare a gestire

<sup>&</sup>lt;sup>45</sup> Sui vantaggi dell'impiego di ICSD (quali Euroclear e Cedelbank) in termini di riduzione dei rischi di settlment: K. Tyson – Quah, *Us Treasury Securities: Overseas Custody, Settlement, Repo and Collateral*, in (1997) 4 JIBFL 165; nonché COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS OF THE CENTRAL BANKS OF THE GROUP OF TEN COUNTRIES, *Report on Cross Border Securities Settlements*), Basle, march 1995.

direttamente il rapporto nascente dal contratto che hanno concluso facendo subentrare la *CCP* nelle rispettive posizioni contrattuali secondo il modello tipico dei mercati regolamentati di strumenti finanziari derivati. Un esempio molto semplice di questo servizio è rappresentato dal *Tri* — party Repo nel quale le parti del Repo concludono, nelle rispettive posizioni di Seller e Buyer, il contratto direttamente con la *CCP* la quale si fa Seller nei confronti del Buyer e Buyer nei confronti del Seller. L'interposizione della *CCP* oltre a ridurre i costi legati alla gestione del contratto, quali sono quelli relativi alla ricerca della controparte e al suo affidamento nonché al computo dei margini di garanzia, rappresenta una garanzia dell'adempimento del contratto.

La possibilità di operare direttamente sui conti di regolamento degli intermediari aderenti abbassa notevolmente quella parte del rischio sistemico che nasce dal rischio operativo del mercato OTC cioè da quegli inadempimenti, generalmente rappresentati da ritardi o da trasferimenti per importo o oggetto diversi da quanto dovuto, non imputabili a cause che attengono alla solvibilità in senso lato dell'intermediario ma a quella componente di errore che è imprescindibile da ogni attività umana.

4. Complessità del cross | border settlement. Il settlement di operazioni cross - border sopra descritto ipotizza un'operazione conclusa tra operatori che aderiscono direttamente all'ICSD. Se l'operazione ha come controparti soggetti che aderiscono indirettamente al sistema, ovvero i clienti finali delle operazioni, il settlement si arricchisce di ulteriori elementi di complessità operativa che sono alla base delle questioni giuridiche esaminate nei paragrafi che seguono.

Una prima ragione di complessità del settlement di transazioni cross – border attuato attraverso l'impiego di ICSD, comune all'utilizzo di CSD nazionali, è costituito dalla natura dei rapporti che intercorrono tra i clienti dell'ICSD, l'ICSD e i CSD nazionali. La posizione dell'ICSD verso il CSD nazionale presso il quale sono depositati in forma accentrata gli strumenti finanziari oggetto dell'operazione è la stessa degli altri aderenti al CSD: nei confronti del CSD nazionale gli strumenti finanziari appaiono tutti intestati all'ICSD, salva la distinzione tra strumenti che l'ICSD detiene per conto proprio e quelli che detiene, complessivamente, per conto dei propri clienti. Per

<sup>&</sup>lt;sup>46</sup> Sui termini generali del problema BURM HUR, Some Legal Aspects in Cross – Border Repurchase Transactions Involving Immoblised Securities, Part 2, (2000) 11 JIBFL, p. 415 ss.; P. BIENENSTOCK – G. NEJMAN, Taking Collateral in Euroclear Securities: Title Transfer or Pledge?, in JIBFL, 11 – December 1998, p. 509 ss.

esemplificare, se dai conti titoli aperti da A e B presso un ICSD risulta che essi possiedono rispettivamente cento e duecento obbligazioni della società Alfa depositate in forma accentrata presso un CSD nazionale, quest'ultimo saprà solo che l'ICSD è titolare di trecento obbligazioni alfa, detenuti per conto della propria clientela mentre non avra cognizione della posizione di A e B.

Molto più rilevante, per le conseguenze sul piano della certezza giuridica, è il fatto che i clienti dell'ICSD operano sia per conto proprio, come negli esempi fatti, sia per conto di propri clienti. Ne consegue che le singole posizioni dei clienti di un intermediario aderente a un ICSD sono ignote sia al ICSD sia al CSD nazionale. Ad esempio, se il cliente A della banca B decide di comprare uno strumento finanziario in regime di deposito accentrato presso un determinato CSD nazionale, e la banca B opera attraverso un ICSD, l'unico soggetto al quale è opponibile l'acquisto da parte di A è la stessa banca B, mentre l'ICSD saprà che il titolo è stato acquistato da B per conto della clientela, e il CSD nazionale che è stato acquistato dall'ICSD per conto dei propri aderenti<sup>47</sup>.

Può accadere, ancora, che il luogo di residenza dell'emittente differisca da quello nel quale risiede il *CSD* presso il quale vengono depositati in forma accentrata gli strumenti finanziari.

L'ultima ragione di complessità è costituita dal diverso sistema con il quale può essere realizzato il deposito accentrato presso i CSD nazionali. Attualmente l'accentramento degli strumenti finanziari presso il depositario viene realizzato secondo le modalità definite immobilisation e dematerialisation. Con il termine immobilisation vengono designate le modalità di accentramento nelle quali il titolo cartaceo continua ad esistere ma cessa di circolare in quanto depositato presso il gestore del sistema di deposito accentrato. Tale effetto può realizzarsi sia attraverso la girata al gestore del sistema, nei casi di titoli già in circolazione, sia attraverso una global note cioè un titolo rappresentativo dell'intera emissione direttamente intestato al gestore del sistema, nei casi di titoli destinati fin dall'origine all'immissione nel sistema di deposito accentrato. L'immobilisation può avere fondamento volontario in quanto il deposito accentrato viene realizzato ricorrendo agli strumenti del diritto comune, con i problemi interpretativi e le inefficienze legate a questa circostanza. Nel sistema della dematerialisation viene meno l'impiego dei titoli cartacei, sostituiti fin dal momento

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Un caso "tipico" di transazione su strumenti finanziari inseriti in un sistema di deposito accentrato è descritto da R. POTOK – M. MOSHINSKY, Cross – border Collateral: a Conceptual Framework for Choice of Law Situations, in JIBFL, Special Supplement, September 1998, p. 10 s.

dell'emissione da records elettronici. Gli strumenti finanziari circolano secondo le regole di funzionamento del sistema, fissate all'interno di regole di diritto positivo. La dematerialisation può quindi essere realizzata esclusivamente sulla base di norme di legge che, prescindendo dal diritto comune dei titoli di credito, determini sia le modalità di emissione in forma dematerializzata, sia le modalità di funzionamento del sistema. Queste diverse modalità per la realizzazione della gestione accentrata rilevano ai fini di numerose questioni trattate all'interno di questo capitolo. E' stato infatti rilevato che nel caso della immobilisation la mancanza di deroghe espresse al diritto comune dei titoli di credito legittimerebbe il ricorso ai principi generali in materia per risolvere le questioni poste dalla gestione accentrata e in particolare quelle relative alla determinazione della legge applicabile. Si è osservato in particolare che sarebbe sempre possibile individuare il luogo nel quale il titolo di credito si trova, identificato con la "cassaforte" del gestore del sistema di deposito accentrato. Secondo l'opinione che appare preferibile il diverso sistema di gestione accentrata non incide su tali questioni.

5. Il dibattito sulla natura dei diritti dei depositanti e i problemi ad esso collegati. Gli elementi di complessità sopra descritti hanno posto in seria discussione la natura giuridica dei diritti sugli strumenti finanziari in deposito accentrato spettanti ai clienti che aderiscono direttamente o indirettamente all'ICSD. Nella prima fase del dibattito sulla disciplina applicabile alle garanzie tipiche e a quelle mediante outright transfer era infatti convinzione della dottrina che con la soluzione del problema della natura giuridica anche i problemi di disciplina avrebbero trovato un'adeguata risposta.

<sup>&</sup>lt;sup>48</sup> A) Sui diversi sistemi di gestione accentrata: M. OOI, Shares and other securities in the conflict of laws, Oxford, 2003, p. 93 ss.; J. BENJAMIN, Interests in Securities, Oxford, 2000, pp. 23 ss.; con riferimento al sistema Monte Titoli prima del D. lgs. 24 giugno 1998, n. 213, da ascrivere ai sistemi fondati sulla immobilisation, L. GUALANDI, Monte titoli, in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1988, ed ivi per ulteriori riferimenti bibliografici; B) sui vantaggi dei sistemi fondati sulla dematerializzazione e sulla immobilisation quale sistema di transizione verso i primi si veda la raccomandazione n. 3 del G30 Report; C) sulla convivenza dei due sistemi all'interno del medesimo gestore (CREST Co. Ltd.), nonché sulla effettiva compatibilità del deposito accentrato con la gestione in forma segregata (non – fungible basis)e non (fungible basis) M. EVANS, Opportunities for collateralisation: recent and prospective development in settlement, Part 1, [1999] 9 JIBFL 365 ss.: D) sul problema della rilevanza del sistema di accentramento ai fini delle questioni proprietarie su strumenti immessi in un CSD, nonché per l'opinione accolta nel testo, M. OOI, op. ult. cit., p. 98.

L'approfondimento dell'analisi della struttura e del funzionamento del cross – border settlement, di cui si tratta nella successiva sezione, ha invece successivamente dimostrato la necessità di un intervento legislativo. Di seguito sono comunque riportate le principali conclusioni a cui la dottrina è pervenuta in merito alla natura dei diritti dei depositanti, poiché esse sono state alla base di alcune delle soluzioni de jure condito esaminate nei capitoli sesto e seguenti.

Il dibattito ha avuto per oggetto la natura reale delle pretese degli investitori finali sugli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito<sup>49</sup>. I motivi di perplessità sulla qualificazione giuridica di tali diritti sono numerosi.

In primo luogo, pur essendo anche praticamente (si veda il caso CREST) possibile offrire il servizio di gestione accentrata su base segregata, i gestori di regola offrono il servizio su base fungibile rendendo così impossibile attribuire un determinato strumento finanziario a un particolare cliente. Il secondo gruppo di perplessità nasce dalla struttura del rapporto tra investitore e intermediario; nei sistemi di deposito accentrato esiste una netta cesura tra l'investitore finale, cioè il soggetto al quale in senso economico è possibile attribuire la titolarità dello strumento finanziario in quanto gode dei diritti da questo attribuiti e ne sopporta gli oneri, e l'intermediario, cioè il soggetto al quale lo strumento finanziario viene formalmente intestato, sia pure per conto di terzi. Ciò rende molto difficile ricostruire la posizione dell'investitore finale quale diritto reale, tanto più che la pretesa verso il primo intermediario ha a sua volta per oggetto strumenti finanziari fungibili.

Il problema della ricostruzione del diritto spettante all'investitore sugli strumenti finanziari è stato prospettato dalla dottrina in termini essenzialmente pratici, cioè allo scopo di risolvere alcune questioni che si sono poste, o che potrebbero porsi, in capo ai soggetti che operano nei mercati finanziari cross - border. Il primo ordine di problemi attiene all'insolvenza sia dell'intermediario di cui si serve l'investitore finale sia quella

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> Sulla ricostruzione dei diritti dei depositanti in Euroclear quali diritti di proprietà: L. DE GHENGHI – B. SERVAES, Collateral Held in the Euroclear System: a Legal Overview, (1999) March JIBFL, pp. 83 – 90; M. VAN DER HAEGEN, Le systéme Euroclear, Rev. Banque, 3/1994, p. 138; J. VAN RYN – J. HEENEN, Principes de droit commercial, III, no. 164, p. 150; Court of Appeals, Antwerp, 20 august 1990; TRV, 1990, 538; citata da L. DE GHENGHI – B. SERVAES, Collateral Held in the Euroclear System: a Legal Overview, (1999) March JIBFL, p. 85, nt. 6.

Sulla struttura e i rischi legali della GLOBAL CUSTODY (Euroclear, Cedel); J. MENTHA, Legal Risks associated with acting as a Global Custodian – Mitigating the Risks, (2000) 4 JIBFL [122 - 128].

del gestore del sistema di deposito accentrato, poiché la natura reale o di altro genere della pretesa dell'investitore incide sulla posizione di questo nei confronti della procedura concorsuale. In un'ottica pragmatica si potrebbe osservare che le singole legislazioni nazionali offrono una soluzione di diritto positivo al problema, in genere offrendo una particolare tutela all'investitore. Nel caso dell'insolvenza cross – border permangono invece numerosi profili di disciplina non chiari. Il secondo ordine di problemi attiene invece all'individuazione della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito, nel caso in cui il conflitto ad essi relativo presenti elementi di estraneità

Ę

Come è stato autorevolmente osservato<sup>50</sup> per rispondere al problema della natura dei diritti dei partecipanti a un sistema di gestione accentrata è necessario distinguere tra i diritti dei partecipanti aderenti direttamente al sistema, definiti *First* – *tier Entitlements*, e i diritti di coloro i quali aderiscono indirettamente al sistema stesso in qualità di clienti di intermediari, a loro volta di primo livello o di livello successivo al primo, i quali vengono definiti *Lower* – *tier Entitlements*.

I First – tier Entitlements possono essere qualificati secondo tre diversi approcci teorici. Secondo una prima ricostruzione i diritti possono essere considerati come semplici diritti di credito verso il gestore del sistema, aventi per oggetto la restituzione degli strumenti finanziari o di ottenere una registrazione a favore di altro soggetto nel caso di trasferimento. Si tratta di una soluzione pericolosa per gli aderenti al sistema in quanto li espone al rischio dell'insolvenza del gestore del sistema di deposito accentrato. Questo rischio ha in effetti una diversa portata. Negli ordinamenti di common law il ricorso al trust, in particolare al constructive trust, ha permesso di ricostruire in termini di diritto reale i First – tier Entitlements e pertanto di sottrarli all'insolvenza del gestore; negli ordinamenti di civil law la tutela degli aderenti al sistema è in genere affidata a norme di legge speciale. In quest'ultimo caso, pertanto, il problema della qualificazione come diritti di credito si pone esclusivamente quando la gestione accentrata venga svolta in base alle norme di diritto comune.

Nei casi in cui il gestore disponga di conti segregati, che permettano cioè di attribuire uno specifico strumento finanziario al titolare del conto (c.d. ear – marking), i First – tier Entitlements possono essere qualificati come veri e propri diritti di proprietà.

Infine è possibile ricostruire i First – tier Entitlements come un insieme di diritti di credito e reali. Con il deposito l'intermediario aderente diretto al sistema della

<sup>&</sup>lt;sup>50</sup> R. GOODE, The nature and transfer of rights in dematerialised and immobilised securities, in JIBFL, 1996, p. 170 ss..

gestione accentrata acquista sia il diritto di credito alla restituzione e all'annotazione dei trasferimenti, sia un diritto di comproprietà sull'insieme degli strumenti finanziari in deposito accentrato. In questo modo i diritti dell'aderente hanno natura reale e soprattutto sono tutelati nel caso di insolvenza del gestore del sistema. Questa tesi sta alla base della legislazione belga e di quella lussemburghese, cioè le legislazioni applicabili ai principali ICSD europei, nonché dell'art. 8 dello Uniform Commercial Code degli Stati Uniti.

Assai più delicato è il problema della qualificazione giuridica dei Lower – tier Entitlements. La prima qualificazione possibile è quella di considerare puramente personali le pretese dell'investitore finale, cioè di ritenere che i clienti degli intermediari che aderiscono direttamente al sistema abbiano nei confronti di quest'ultimo esclusivamente un diritto di credito. Si tratta di una conclusione che in mancanza di una disciplina speciale espone il cliente al rischio di insolvenza dell'intermediario e dalla quale derivano alcune importanti conseguenza sui piano della legge applicabile. Questa soluzione, inoltre, prescinde completamente dal modo in cui si qualifica il diritto dell'aderente diretto al sistema.

L'alternativa proposta dalla stessa dottrina consiste nel considerare i clienti di un dato intermediario aderente al sistema di gestione accentrata come comproprietari della quota di comproprietà sui titoli immessi in gestione accentrata spettante all'intermediario. Per esemplificare, se gli investitori A e B sono titolari rispettivamente di 100 e 200 azioni della Società Alfa, depositate presso l'intermediario I, il quale le ha subdepositate presso il gestore CSD, la struttura giuridica può essere ricostruita come segue: l'intermediario I è comproprietario, insieme agli altri intermediari aderenti al sistema, di 300 azioni della Alfa, e questa quota è a sua volta in comproprietà di A e B.

Sezione Seconda: Il problema della legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari oggetto di transazioni cross border. Gli ordinamenti di common law.

1. I termini del problema: le sentenze Macmillan Inc v Bishopgate Investment Trust plc e Re Harvard Securities Ltd. Il problema della legge applicabile alle questioni proprietarie (intendendo con questo termine le controversie relative a diritti reali) su strumenti finanziari oggetto di transazioni concluse nel mercato over – the – counter e regolate attraverso ICSD si è manifestato in occasione di due importanti vicende giudiziarie.

Il caso Macmillan Inc v Bishopgate Investment Trust plc e Re Harvard Securities Ltd può essere così riassunto. La Macmillan Inc, con sede nello stato del

Delaware, è proprietaria della maggioranza delle azioni della Berlitz International Inc., con sede nello stato di New York. La Macmillan Inc trasferisce la propria partecipazione nella Berlitz a Bishopgate Investment Trust plc in qualità di nominee, in base ad un nominee agreement (soggetto alla legge di New York) in forza del quale la Bishopgate non avrebbe potuto disporre delle azioni senza il consenso di Macmillan. Tuttavia, senza informare la Macmillan, Bishopgate impiega le azioni ricevute per garantire i finanziamenti concessi al soggetto che controlla indirettamente la Macmillan per iniziativa del quale le azioni erano state trasferite a Bishopgate. I contratti di finanziamento erano regolati dalla legge inglese. Il problema che si è posto è quello se il diritto di Macmillan derivante dal nominee agreement prevalga su quello dei finanziatori derivante dal collateral agreement.

La maggioranza delle azioni della Berlitz erano inserite in subdeposito presso la Pepository Trust Co. (DTC), un ICSD con sede in New York, e pertanto la garanzia era stata costituita per mezzo di registrazioni contabili presso DTC; per la parte non immessa in regime di subdeposito la garanzia era stata costituita attraverso il deposito in Inghilterra dei certificati azionari che la Macmillan aveva provveduto a girare al soggetto garantito. Il trasferimento delle azioni ai finanziatori risultava inoltre annotato nel registro della Berlitz al tempo in cui la Macmillan aveva intrapreso la propria azione. Durante il processo le azioni furono vendute dai finanziatori.

Il problema della legge applicabile aveva grande rilievo pratico per due ragioni. In primo luogo perché l'art. 8 della versione dello *Uniform Commercial Code* adottata dallo stato di New York prevede che l'acquirente in buona fede in base a un titolo idoneo (c. d. bona fide purchaser for value) seguito dalla consegna della cosa, che può avvenire anche per mezzo di *DTC*, acquista la cosa libera da ogni pretesa da parte di terzi di cui non abbia avuto notizia al tempo della consegna, né la legge dello stato di New York conosce la constructive notice. Il secondo aspetto è costituito dal diverso ruolo dell'annotazione dell'acquisto nel registro dell'emittente: secondo la legge di New York nel caso di azioni nominative emesse in forma cartacea la consegna delle azioni è sufficiente a perfezionare l'acquisto, senza necessità della successiva annotazione del trasferimento nel registro dell'emittente, mentre nella legge inglese è necessaria l'annotazione.

Il problema della regola di diritto internazionale privato applicabile è stato risolto in modo diverso in primo grado e in appello. Il giudice di primo grado aveva fatto uso della regola che rinvia alla legge del luogo in cui la transazione è stata conclusa (lex loci actus), mentre nella decisione di appello si fa uso della regola che rinvia alla legge del luogo in cui si trova la cosa (lex situs). L'applicazione di questa

regola era apparsa ai giudici come la più logica data l'analogia tra le azioni e i beni mobili in generale, secondo l'insegnamento tradizionale.

L'adozione della *lex situs* come regola di diritto internazionale privato ha posto ai giudici del caso *Macmillan v Bishopgate* il problema della identificazione del *situs* delle azioni. Le possibili alternative prese in considerazione dai giudici sono state il luogo di costituzione dell'emittente e il luogo di tenuta del registro dell'emittente. Date le difficoltà teoriche della scelta, di cui si dà atto nei paragrafi che seguono, sul punto non si è formata nel collegio una posizione di maggioranza anche se i commentatori della sentenza ritengono che i giudici propendescaro per il luogo di tenuta del registro dell'emittente. Questo è stato possibile perché nel caso di specie il luogo di tenuta del registro e quello di costituzione dell'emittente coincidevano, trovandosi entrambi nello stato di New York<sup>51</sup>.

Il caso Re Harvard Securities Ltd<sup>52</sup> può essere riassunto come segue. Harvard Securities Ltd era un dealer inglese che operava su azioni nominative americane e australiane. Le azioni non venivano annotate nei registri dei vari emittenti a favore dei clienti, ma venivano detenute in nome proprio da Harvard Securities attraverso i CSD di cui si serviva. Per potere essere negoziate sul mercato secondario le azioni erano state girate in bianco dal soggetto che risultava iscritto come socio nel registro dell'emittente. I certificati azionari statunitensi si trovavano fisicamente in Inghilterra, mentre quelli australiani si trovavano in Australia; a partire dal 1986 i contratti tra Harvard Securities e i propri clienti assoggettavano le transazioni concluse alla legge inglese. Con la liquidation di Harvard Securities si pose il seguente problema: siccome le azioni non risultavano intestate ad alcun cliente in particolare, queste potevano essere considerate proprietà di Harvard Securities oppure Harvard Securities doveva essere considerata un mero fiduciario dei clienti i quali, secondo l'ordinamento inglese, detenevano un beneficial interest sulle azioni? La rilevanza pratica della questione è evidente, perché nel primo caso le azioni sarebbero state oggetto delle pretese di tutti i creditori, mentre nel secondo solo i clienti avrebbero potuto soddisfarsi sulle azioni.

La soluzione giudiziale è stata articolata. Secondo il giudice occorre in primo luogo guardare alla legge scelta dalle parti; in mancanza la regola di diritto

<sup>&</sup>lt;sup>51</sup>L. COLLINS, A. BRIGGS, J. HILL, J. D. MCCLEAN, C. G. J. MORSE (a cura di), Dicey & Morris The Conflict of Laws, 13<sup>th</sup> ed., London, 2000, p. 932; CHESHIRE, NORTH (a cura di), Cheshire and North's Private International Law, 13<sup>th</sup> ed., London, 1999, p. 970. Il caso è Macmillan è pubblicato in [1996] 1 Weekly Law Reports, 387.

<sup>&</sup>lt;sup>52</sup>iIn [1995] Weekly Law Reports, 978, 992 – 3.

internazionale privato applicabile alle questioni proprietarie su strumenti finanziari è la lex situs. Sul problema dell'identificazione del situs il giudice, che si richiamava all'autorità di Macmillan, era chiamato a scegliere tra il luogo di tenuta del registro e quello del luogo di costituzione che nel caso delle azioni australiane coincidevano; questa circostanza ha consentito al giudice di eludere il problema. Per le azioni statunitensi il giudice ha adottato un approccio diverso. Infatti secondo la sentenza le azioni potevano essere considerate come negotiable instruments sia in base alla legge del giudice (lex fori) sia a quella del luogo in cui si trovava il certificato (lex situs) e come tali soggetti alla legge inglese. In sostanza il giudice, spostando i termini della questione dall'identificazione del situs a un problema di qualificazione, è risuscito a eludere a sua volta il problema della identificazione del situs della azioni immesse in regime di deposito accentrato.

- 2. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applicabile alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari nei direct holding systems. I sistemi di common law. Nell'esporre le sentenze Macmillan Inc v Bishopgate Investment Trust plc e Re Harvard Securities Ltd è emerso che il primo problema che occorre risolvere è l'individuazione di una regola di diritto internazionale privato adeguata alle caratteristiche proprie degli strumenti finanziari oggetto di transazioni concluse nel mercato over the counter e regolate attraverso ICSD. Il punto di partenza di una eventuale soluzione del problema è costituita dalle regole di diritto internazionale privato applicato alle controversie aventi per oggetto strumenti finanziari "tradizionali". Di seguito vengono descritti le diverse regole di diritto internazionale privato applicate, negli ordinamenti di common law, a questioni proprietarie in materia di strumenti finanziari.
- a) La regola della lex situs. L'analogia tra gli strumenti finanziari più familiari alla tradizione giuridica, azioni e obbligazioni, con i beni mobili ha spinto la dottrina e la giurisprudenza prevalenti ad assoggettare azioni e obbligazioni alla regola della lex rei sitae cioè alla regola di diritto internazionale privato elaborata per le questioni proprietarie in generale. Prima dell'introduzione dei diversi sistemi di deposito e gestione accentrata questa regola poteva essere considerata adeguata alle esigenze di certezza dei rapporti giuridici, in quanto era possibile sempre identificare il situs del certificato azionario o obbligazionario nel luogo in cui il certificato stesso veniva conservato.

Maggiori problemi ha posto l'identificazione del situs nel caso di strumenti finanziari non emessi in forma cartolare. Secondo una parte della giurisprudenza di common law, essendo la legge del luogo di costituzione dell'emittente quella che regola i rapporti tra gli azionisti e la società e quelli interni all'ente, il situs deve essere identificato con lo stato nel quale la società emittente è stata costituita. Questa posizione è oggetto di numerose critiche da parte della dottrina<sup>53</sup>.

La dottrina precedente il caso Macmillan tendeva a identificare il situs degli strumenti finanziari nel luogo di tenuta del registro dell'emittente, e nello stesso senso si era pronunciata anche parte della giurisprudenza<sup>54</sup>. Si tratta di un criterio che ha formato oggetto di un espressa previsione da parte della Corporation Law of Australia che nella s 1085 (3) dispone che "for the purpose of any law, a share or other interest of a member in a company is taken to be situated: a) if the share or interest is entered on the principal register – in the State or Territory where the register is kept; or b) if the share or interest is entered on an overseas branch register – in the foreign country where the register is kept". La dottrina ha tuttavia espresso alcune perplessità sulla possiblità di impiegare questa la norma come criterio per dirimere questioni sulla legge applicabile, nonstante l'ampiezza dell'inciso "for the purpose of any law" <sup>55</sup>.

La ragione su cui si fonda l'impiego di questo criterio di collegamento risiede nella considerazione che le annotazioni nel registro dell'emittente vengono eseguite in base alla legge dello stato nel quale il registro si trova.

b) La regola della legge del luogo di costituzione dell'emittente. Come si è appena visto il luogo di costituzione dell'emittente è stato considerato dalla

Brassard v Smith [1925] Law Reports Appeal Cases 371, Rex v Williams [1942] Law Reports Appeal Cases 541, Treasurer of Ontario v Aberdein [1947] Law Reports Appeal Cases 24 (PC); M. Ooi, Shares and Other Securities in the Conflict of Laws, Oxford, 2003, p. 15.

Critici verso questa posizione, L. COLLINS, A. BRIGGS, J. HILL, J. D. McCLEAN, C. G. J. MORSE, op. cit., p. 932; CHESHIRE, NORTH, op. cit., 970; M. WOLFF, Private International Law, 2nd ed., Oxford, 1950, 546.

L. COLLINS, A. BRIGGS, J. HILL, J. D. MCCLEAN, C. G. J. MORSE (a cura di), Dicey & Morris The Conflict of Laws, 12<sup>th</sup> ed., London, 1993, p. 931 - 2; P. M. NORTH, J. J. FAWCETT (a cura di), Cheshire and North Private International Law, 12<sup>th</sup> ed., London, 1992, 823 - 5; E. I. SYKES, M. C. PRYLES, Australian Private International Law, 3<sup>rd</sup> ed., Sydney, 1991, p. 704; J. G. McLeod, The Conflict of Laws, Calgary, 1983, p. 190; M. WOLFF, op. cit., p. 546 - 7, International Credit and Investment Co. (Overseas) Ltd v Adham [1994] 1 Butterworths Company Law Cases 66, 72.

<sup>&</sup>lt;sup>55</sup> M. Ool, *op. cit.*, p. 27.

giurisprudenza e dalla dottrina quale situs degli strumenti finanziari; altre sentenze lo hanno invece considerato quale autonoma regola di diritto internazionale privato nelle questioni proprietarie relative ad azioni. Nella sentenza Macmillan la legge del luogo di costituzione dell'emittente viene applicata alle questioni relative alla proprietà e a quelle sulla priorità dell'acquisto delle azioni non emesse in quanto legge del situs delle azioni. Secondo alcuni commentatori questa motivazione celerebbe il disaccordo tra i giudici sulla regola di diritto internazionale privato applicabile; l'utilizzo del luogo di costituzione quale situs avrebbe sanato il disaccordo. Nella giurisprudenza precedente a Macmillan è invece possibile distinguere tra le sentenze che hanno utilizzato la legge del luogo di costituzione dell'emittente come regola di diritto internazionale privato, e i casi in cui la regola di diritto internazionale privato è stata quella del situs che poi è stato identificato con il luogo di costituzione dell'emittente<sup>56</sup>.

- c) Criteri di collegamento non rilevanti. Non sono rilevanti in materia di questioni proprietarie in quanto elaborate con riferimento alla materia delle obbligazioni contrattuali né la lex loci actus cioè la legge del luogo di conclusione del contratto né l'art. 12 della Convenzione di Roma.
- 3. Il problema della scelta della regola di diritto internazionale privato applicabile alle questioni relative a diritti reali su strumenti finanziari negli indirect holding systems. Quanto detto riguarda gli strumenti finanziari non immessi in regime di subdeposito presso un CSD. Il problema di maggiore attualità che sia nel caso Macmillan sia nel caso Re Harvard viene affrontato solo indirettamente è quello della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito, definiti indirect holding systems. La pratica dei mercati finanziari ha evidenziato infatti

solution of the solution of th

l'inadeguatezza dei criteri di collegamento elaborati con riferimento agli strumenti finanziari non immessi in regime di subdeposito, e in particolare della lex rei sitae.

3. a. I possibili conflitti nella "chain of intermediation". La struttura degli indirect holding systems è stata descritta quale "chain of intermediation"57 per sottolineare come l'organizzazione e il funzionamento degli stessi si fondi su una pluralità di intermediari posti a differenti livelli del sistema, che nel caso del cross border settlement risiedono in ordinamenti giuridici diversi. I possibili conflitti ai quali questo sistema può dare luogo possono essere esemplificati come segue. La società Alfa s.p.a. residente in Italia emette obbligazioni che decide di depositare in forma accentrata presso un ISCD residente in Belgio, in quanto il consorzio di sottoscrizione che è anche consulente per l'emissione ha ritenuto più conveniente la negoziazione all'interno dell'Euromercato. L'investitore A, residente nello stato di New York, decide di acquistare parte delle obbligazioni. Pertanto ordina al proprio broker di fiducia Intermediario 1, residente nello stesso stato, di effettuare l'acquisto. Nell'eseguire l'ordine Intermediario 1 si serve della banca Intermediario 2, residente in Francia, presso la quale ha aperto un conto titoli e che è cliente dell'ICSD presso il quale sono immessi in regime di subdeposito gli strumenti finanziari. Dallo schema di funzionamento sopra descritto, risulterà che: a) dai conti titoli dell'ICSD risulterà che Intermediario 2 ha acquistato per conto della propria clientela, senza ulteriori specificazioni, un certo numero di obbligazioni della Alfa s. p. a.; b) dai conti titoli dell'Intermediario 2 risulterà che lo stesso numero di obbligazioni è stato acquistato dall'Intermediario 1 per conto della propria clientela senza ulteriori specificazioni; e c) dai conti titoli dell'Intermediario 1 risulterà che l'investitore A ha acquistato le obbligazioni della Alfa s. p. a.. Nel caso descritto a) l'emittente; b) l'ICSD; c) l'Intermediario 1 e d) l'Intermediario 2 sono soggetti a ordinamenti giuridici diversi. Se l'Intermediario 2 vendesse a un proprio cliente, chiamato investitore B, residente in Francia le obbligazioni acquistate per conto dell'Intermediario 1, quale legge regolerebbe il conflitto tra A e B sulla proprietà degli strumenti finanziari?

3. b. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termini del dibattito dottrinale. Il PRIMA. Anche con riguardo agli strumenti finanziari detenuti

<sup>&</sup>lt;sup>57</sup> J. BENJAMIN, Interests, op. cit., p. 29.

attraverso un *indirect holding system* il problema della legge applicabile può essere articolato in due questioni: la scelta del criterio di collegamento, e una volta individuato questo l'accertamento dei presupposti di applicazione.

Le posizioni, emerse dal dibattito dottrinale, sul criterio di collegamento applicabile possono essere così riassunte.

Secondo la posizione prevalente, definita place – of – the – relevant – intermediary approach (PRIMA) va tenuto fermo la lex rei sitae quale criterio di collegamento applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di gestione accentrata, mentre il locus rei sitae va identificato con il luogo di residenza dell'intermediario con il quale la transazione è stata effettuata dall'investitore finale cioè il soggetto dalle cui registrazioni contabili l'acquisto o la costituzione di un diritto reale risulta intestato al investitore finale. Nell'esempio fatto si tratterebbe della legge applicabile all'Intermediario 1, cioè la legge dello stato di New York. Da un punto di vista pratico questa soluzione viene giudicata la più semplice avuto riguardo agli interessi in gioco, e prevalentemente rispetto all'esigenza di determinare nel modo più semplice possibile la legge applicabile alle questioni proprietarie 58%.

Il PRIMA è stato proposto dalla dottrina sia quale soluzione auspicabile de jure condendo del problema della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in un indirect holding system sia come regola desumibile dall'ordinamento giuridico esistente nel diritto inglese, con riferimento al quale il dibattito si è sviluppato. La valutazione critica della regola deve essere necessariamente articolata tenendo conto di queste diverse prospettive.

Nella prospettiva de jure condendo l'argomento fondamentale a favore di questa soluzione è costituito dai vantaggi pratici della regola, riassumibili nella più agevole identificazione della legge applicabile rispetto ai criteri che fanno riferimento al luogo in cui lo strumento finanziario si trova, quali ad esempio il luogo di tenuta del registro dell'emittente o del depositario centrale. Sugli aspetti critici di questa affermazione si dirà in seguito, in sede di valutazione delle norme di diritto positivo che hanno accolto il *PRIMA* come criterio di collegamento.

Sotto il profilo teorico e *de jure condito*, la tesi è stata giustificata sulla base di due ordini di motivazioni. In primo luogo per le sue analogie con la regola, che sarebbe desumibile dalla *common law*, secondo la quale la legge applicabile alle azioni nominative sarebbe quella del luogo di tenuta del registro. In secondo luogo perché il

<sup>&</sup>lt;sup>58</sup> R. POTOK, M. MOSHINSKY, Cross – border collateral: a conceptual framework for choice of law situations, in JIBFL, Special Supplement, September 1998, p. 10 ss..

diritto del titolare del conto va considerato al pari del diritto spettante al beneficiary nei confronti di un trust il quale è regolato dal diritto applicabile al trustee, cioè l'intermediario titolare del conto. Entrambi questi argomenti sono stati contestati. Il primo perché da un'analisi approfondita della giurisprudenza di common law è emerso che il criterio del place of register ha in realtà un ruolo marginale, essendosi la giurisprudenza espressa chiaramente a favore di questo criterio solo in casi successione mortis causa. La possibilità di estendere la regola al di fuori di queste fattispecie, già critica con riferimento agli strumenti finanziari detenuti nei direct holding system, è stata quindi esclusa per il caso degli indirect holding system. Sul secondo argomento, è stato osservato che la legge applicabile ai diritti spettanti al beneficiary in base al un trust è la legge individuata in base al PRIMA solo se il problema viene affrontato nella sola ottica della legge inglese, il che è stato giudicato metodologicamente errato<sup>59</sup>.

3. c. La scelta della legge applicabile negli indirect holding system: i termini del dibattito dottrinale. Il see – through approach. Le tesi alternative al PRIMA tengono fermo quale criterio di collegamento il locus rei sitae ma ritengono possibile identificare il luogo nel quale lo strumento oggetto di gestione accentrate effettivamente si trova (c.d. see – through approach).

Esclusa la possibilità di fare riferimento al luogo nel quale si trova il documento rappresentativo dello strumento finanziario una prima soluzione, avanzate in forma di ipotesi, identifica il situs con lo stato nel quale l'emittente è costituito. Questa conclusione viene considerata non utilizzabile per le gravi conseguenze sotto il profilo pratico. E' stato infatti osservato che gli strumenti finanziari provenienti da emittenti di diverse nazionalità finirebbero per essere soggetti a regimi giuridici diversi, a prescindere da circostanze quali ad esempio l'immissione all'interno dello stesso sistema di subdeposito. Sotto il profilo teorico la tesi è stata contestata partendo dall'assunto che l'oggetto del diritto spettante all'investitore finale non è lo strumento finanziario, ma i diritti spettanti al titolare dello strumento finanziario, quali ad esempio

<sup>&</sup>lt;sup>59</sup>La valutazione critica degli argomenti a favore del *PRIMA*, viene condotta da M. OOI, *op. cit.*, p. 128.

<sup>&</sup>lt;sup>60</sup> CHESHIRE - NORTH (a cura di), Cheshire and North's Private International Law, 13th ed., London, 1999, p. 973.

il diritto di voto, il diritto agli utili etc. Da qui la erronea impostazione del problema in termini di identificazione del *locus rei sitae*<sup>61</sup>.

Un'altra soluzione identifica il situs con il luogo di tenuta del registro dell'emittente Anche in questo caso le critiche si basano su motivazioni di ordine pratico e teorico. Dal punto di vista pratico si è osservato che esistono legislazioni, quali ad esempio quella inglese, che ammettono la tenuta di più registri nel caso in cui l'emittente operi attraverso sedi secondarie in stati diversi da quello di costituzione. Ne conseguirebbe che in questi casi il medesimo strumento finanziario potrebbe essere soggetto a legislazioni diverse. La ragione teorica risiede nella natura del diritto dell'investitore che non ha per oggetto la res ma una serie di diritti<sup>62</sup>.

Nella stessa prospettiva si pone la tesi che afferma che nel caso di strumenti finanziari immessi in regime di *immobilisation* sarebbe possibile fare coincidere il *situs* con il luogo di tenuta del *database* del gestore del *settlement system*<sup>63</sup>. Contro questa sono state avanzate le medesime perplessità teoriche e pratiche.

Sezione Terza. Il problema della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di deposito accentrato nell'ordinamento italiano

1. Introduzione. La disciplina fino alla Convenzione di Roma e alla legge 218 del 1995. In questa sezione viene esposto lo stato della legislazione italiana in vigore e della dottrina italiana sul problema della legge applicabile agli strumenti finanziari destinati a circolare con le modalità proprie dei direct e degli indirect holding systems, fino all'entrata in vigore della legislazione speciale in tema di garanzie finanziarie, che verrà esaminata nei capitoli sesto e ottavo. In primo luogo sono riassunte le conclusioni alle quali era pervenuta la dottrina nel vigore delle disposizioni sulla legge in generale, tuttora considerate valide nonostante la riforma del diritto internazionale privato, introdotta con la legge 31 maggio 1995, n. 218. Viene poi esposta la disciplina vigente dei criteri di collegamento in materia di titoli di credito, i rapporti di questa con quanto

<sup>&</sup>lt;sup>61</sup> Per le critiche alla posizione R. POTOK, M. MOSHINSKY, op. cit., p. 15; M. OOI, op. cit., p. 103.

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> R. STEVENS, The Lex Situs of Shares, [1999] Company Financial and Insolvency Law Review 140; OOI, op. cit., p. 104.

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> J. BENJAMIN, Determining the situs of interests in Immobilized Securities, [1998] 47 International and Comparative Law Quarterly 930; L. COLLINS, A. BRIGGS, J. HILL, J. D. MCCLEAN, C. G. J. MORSE (a cura di), Dicey & Morris The Conflict of Laws, 13<sup>th</sup> ed., London, 2000, p. 931.

previsto dalla Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, e le conclusioni della dottrina circa l'effettivo ambito di applicazione del criterio di collegamento indicato dall'art. 59, comma 3 della legge 218 del 1995. Infine, vengono presi in considerazione il problema della legge applicabile agli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito e il problema di diritto sostanziale, che ne costituisce il presupposto, della natura giuridica dei diritti dei soggetti che a differenti livelli partecipano al sistema della gestione accentrata.

Con la sola eccezione dei titoli di credito oggetto di disciplina convenzionale<sup>64</sup> il sistema italiano di diritto internazionale privato, rappresentato dagli artt. 17 e seguenti delle disposizioni sulla legge in generale, non conteneva alcuna regola specifica in materia di titoli di credito. La ricerca del criterio di collegamento applicabile ai titoli non espressamente regolati aveva condotto la dottrina a distinguere il problema della regolamentazione dei diritti e obblighi nascenti dal titolo, da quello dei profili lato sensu proprietari e della circolazione dei titoli.

Quale criterio di collegamento in materia di diritti e obblighi nascenti dal titolo veniva indicato l'art. 25, comma 2 delle disposizioni sulla legge in generale. Questa soluzione si basava sull'assunto di diritto sostanziale che le obbligazioni scaturenti dai titoli di credito potessero essere considerate come obbligazioni non contrattuali<sup>65</sup>. Una speciale considerazione veniva riservata alle azioni e in genere ai titoli partecipativi, sia in ragione del problema di diritto sostanziale della possibilità di considerare questi ultimi quali titoli di credito a tutti gli effetti sia perché, a prescindere dalla soluzione data al problema della natura giuridica, i diritti amministrativi incorporati nel titolo solo con difficoltà potevano essere ricondotti al semplice rapporto obbligatorio, ancorché nascente da altri atti o fatti previsti dall'ordinamento giuridico. Questa specialità rispetto agli altri titoli di credito aveva portato la dottrina a concludere che la legge applicabile

La disciplina speciale della legge applicabile alle cambiali e agli assegni è contenuta nelle Convenzione di Ginevra del 7 giugno 1930, sui conflitti di legge in materia cambiaria e di vaglia cambiario, di cui al R.D.L. 25 agosto 1932, n. 1130, convertito nella legge 22 dicembre 1932, n. 1946, e nella Convenzione di Ginevra del 19 marzo 1931, sui conflitti di legge in materia di assegni bancari, di cui al R.D.L. 24 agosto 1933, n. 1077, convertito nella legge 4 gennaio 1934, n. 61; su queste Convenzioni ARANGIO – RUIZ, La cambiale nel diritto internazionale privato, Milano 1946; ID, Assegno e assegno bancario (d. i. p.), in Enc. Dir., V, Milano, p. 921 ss.; W. BIGIAVI, Direzione e fonte dell'obbligazione bancaria, convenzione ginevrina sui conflitti, scioglimento delle "riserve", in Riv. Dir. Internazionale, 1968, p. 52.

<sup>&</sup>lt;sup>65</sup> P. MENGOZZI, Diritto internazionale privato italiano, Torino, 1987, p. 189.

alle azioni dovesse essere individuata nella *lex societatis* in quanto legge regolatrice dei rapporti di tipo corporativo nascenti dall'emissione del titolo<sup>66</sup>.

I profili proprietari erano invece ricondotti all'art. 22 delle disposizioni sulla legge in generale, cioè al criterio del *locus rei sitae*<sup>67</sup>. Con riferimento ai beni immateriali, quali ad esempio i titoli di credito non emessi in forma cartolare, il problema dell'individuazione del *locus* era stato risolto facendo riferimento al luogo di tenuta del registro dal quale risultava l'esistenza del diritto, laddove ne fosse previsto uno<sup>68</sup>.

2. Il diritto in vigore: la disciplina convenzionale. La disciplina vigente dei criteri di collegamento applicabili ai titoli di credito è contenuta nell'art. 59 delle legge 218 del 1995 e nella Convezione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali.

Il campo di applicazione della Convenzione di Roma rispetto ai titoli di credito viene delimitato dall'art. 1, comma 2, lett. c) il quale stabilisce che le norme convenzionali non si applicano "alle obbligazioni che derivano da cambiali, assegni, vaglia cambiari nonché da altri strumenti negoziabili, qualora le obbligazioni derivanti da tali strumenti risultino dal loro carattere negoziabile". Poiché la negoziabilità, essendo il frutto della acritica trasposizione del concetto di negotiability, è una nozione estranea al nostro diritto positivo si è posto il problema di identificare quali titoli di credito possano essere fatti rientrare nella nozione di negoziabilità e quindi esclusi dall'ambito di applicazione della Convenzione. La conclusione alla quale la dottrina è pervenuta fa leva sulla autonomia rispetto al rapporto sottostante, cioè vanno considerati negoziabili i titoli di credito "che incorporano il diritto di credito e lo attribuiscono in via originaria al portatore garantendolo dalle eccezioni sul difetto di titolarità del dante

j

<sup>&</sup>lt;sup>66</sup> A. MALATESTA, Considerazioni sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma: il caso dei titoli di credito, in Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 1992, p. 899, la lex societatis si applicherebbe in quanto "intesa genericamente come legge regolatrice della struttura della società, anche per quanto riguarda la circolazione delle azioni"; sul problema si vedano anche G. CASSONI, I titoli di partecipazione, obbligazionari e rappresentativi di merci, Padova, 1978; G. VENTURINI, Diritto internazionale privato. Diritti reali e obbligazioni, Padova, 1956, p. 265 ss.; E. VITTA, Diritto internazionale privato, III, Torino, 1975, p. 452 ss..

<sup>&</sup>lt;sup>67</sup> P. MENGOZZI, op. cit., p. 189, nota 4.

<sup>&</sup>lt;sup>68</sup> G. BARILE, Collegamento, I) Criteri di collegamento, in Enc. Dir., VII, Milano 1960, p. 374.

causa e da quelle non risultanti dal titolo. Non negoziabili, e soggetti alla Convenzione di Roma, sarebbero di converso gli strumenti privi di autonomia rispetto al rapporto sottostante"<sup>69</sup>. Strettamente connesso a questo, è il problema dell'accertamento del carattere della negoziabilità che secondo l'opinione preferibile deve essere condotta in concreto, cioè con riguardo alle caratteristiche della singola emissione rinunciando pertanto a ogni forma di schematizzazione e semplificazione del ragionamento<sup>70</sup>.

3. Il diritto vigente. L'art. 59, comma 3 della legge 218 del 1995. Il criterio di collegamento generale applicabile ai titoli di credito è contenuto nell'art. 59, comma 3 della legge 218 del 1995, il quale prevede che "gli altri titoli di credito sono regolati dalla legge dello Stato in cui il titolo è stato emesso. Tuttavia le obbligazioni diverse da quella principale sono regolate dalle legge dello Stato in cui ciascuna è stata assunta". I primi due commi dell'articolo regolano la legge applicabile a cambiale e assegno mediante il rinvio alle norme di diritto speciale contenute nelle leggi attuative delle Convenzioni internazionali in materia<sup>71</sup>.

þ

L. G. RADICATI DI BROZOLO, La legge applicabile ai titoli di credito, in Banca Borsa e tit. cred., I; 1998, p. 447. Sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma si vedano inoltre T. BALLARINO; A. BONOMI, Sulla disciplina delle materie escluse dal campo di applicazione della Convenzione di Roma, in Riv. Dir. Internazionale, 1993, 948 ss.; M. V. BENEDETTELLI, Commento all'art. 57, in Le nuove leggi civili commentate, 1996, p. 1376 ss.; A. BONOMI, Il nuovo diritto internazionale privato dei contratti: la Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 è entrata in vigore, in Banca Borsa e tit. cred., 1992, I, p. 48 ss.; P. CELLE, Commento all'art. 59 della l. n. 218 del 1995, in Le nuove leggi civili commentate, 1996, p. 1397; D. DAMASCELLI, Il rinvio "in ogni caso" a convenzioni internazionali nella nuova legge di diritto internazionale privato, in Riv. Dir. Internazionale, 1997, p. 84 ss..

L. G. RADICATI DI BROZOLO, op. cit., p. 447 s...Secondo questo autore, l'ambito di applicazione della Convenzione deve essere ulteriormente specificato. In primo luogo la Convenzione individua la legge applicabile alle obbligazioni nascenti dal titolo non negoziabile, mentre i profili proprietari ne rimangono estranei. La Convenzione regola infatti i contratti da cui la vicenda traslativa del titolo deriva, quali la compravendita del titolo, il negozio costitutivo della garanzia etc.

Sul criterio di collegamento applicabile ai titoli di credito in seguito alla legge 218 del 1995, T. BALLARINO, Diritto internazionale privato, II ed., Padova, 1996, p. 714; P. CELLE, op. cit., p. 1397 ss.; F. MOSCONI, Diritto internazionale privato, II, Torino, 1996, p. 143 ss.; L. G. RADICATI DI BROZOLO, Diritto internazionale privato uniforme, legge n. 218 del 1995 e titoli di credito, in Riv. Dir.

Nell'interpretare il comma 3, la dottrina si è in primo luogo domandata se essa faccia riferimento a tutti i titoli di credito diversi da quelli individuati dai primi due commi. La prima lettura dell'articolo, che fa riferimento agli altri titoli di credito, sembrerebbe deporre a favore di un'interpretazione estensiva. Questa lettura sarebbe giustificata dalla tendenza della dottrina a trattare in modo unitario tutti i titoli di credito. Questa conclusione è però generalmente esclusa dalla dottrina maggioritaria. La ragione di fondo della lettura restrittiva risiede nella natura assolutamente insoddisfacente del criterio di collegamento indicato, la legge dello stato di emissione, che esclude ogni rapporto tra la legge che regola il rapporto fondamentale e quella che regolerà i conflitti relativi ai diritti e agli obblighi nascenti dal titolo, sul presupposto che il luogo nel quale si perfeziona il negozio di emissione può essere diverso da quello nel quale ha avuto origine il rapporto fondamentale. La differenza tra le due leggi, presente in tutti i casi in cui i titoli vengano emessi in un luogo diverso da quello dello stato nel quale origina il rapporto fondamentale (es. emissione di obbligazioni cross border), conduce a un conflitto di leggi che il legislatore della legge 218/95 non risolve, al punto che la dottrina ha ritenuto preferibile il precedente vuoto normativo a un soluzione così confusa. Sul piano letterale, l'interpretazione restrittiva fa riferimento a quanto affermato nella Relazione alla legge 218/95, la quale prevede che i titoli indicati nell'art. 59, comma 3, sarebbero "i titoli rappresentativi di merci (fede di deposito, nota di pegno, lettera di vettura, polizza di carico eccetera)".

L'interpretazione restrittiva apre, ovviamente, la strada ai medesimi dubbi anteriori alla riforma sul criterio di collegamento applicabile ai titoli di credito non rientranti nell'ambito di applicazione. A queste proposito la dottrina distingue la disciplina dei diritti partecipativi incorporati nel titolo dalle questioni proprietarie, in particolare quella delle modalità di acquisto della proprietà. Riguardo al primo problema la soluzione indicata è quella dell'applicazione delle legge regolatrice del rapporto sottostante quale ad esempio, la *lex societatis* nel caso di azioni o obbligazioni societarie. Quale criterio di collegamento relativo alle questioni proprietarie, cioè sia alle modalità di acquisto della proprietà che alla costituzione dei diritti reali di garanzia,

Internazionale, 1997, p. 352 ss; M. STELLA RICHTER, JR., I titoli di credito nel nuovo sistema del diritto internazionale privato, in Banca, Borsa e tit. cred., 1996, I, p. 797 ss., ID, Titoli di credito (diritto internazionale privato), in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1996; TREVES, Articolo 59 (Titoli di credito), in POCAR, TREVES, CARBONE, GIARDINA, LUZZATTO, MOSCONI, CLERICI, Commentario del nuovo diritto internazionale privato, Padova, 1996, p. 289 ss..

viene considerata pacificamente applicabile la regola del *locus rei sitae*, cioè la legge indicata dall'art. 51 della legge 218/1995<sup>72</sup>.

4 Il diritto vigente. I titoli dematerializzati. I problemi indicati nel paragrafo precedente sono ulteriormente aggravati nel caso di titoli dematerializzati, per i quali si pone il problema dell'identificazione del locus rei sitae. Al riguardo la dottrina distingue tra strumenti finanziari dematerializzati e quelli che formano oggetto di deposito irregolare, subdeposito o situazioni simili.

Nel caso degli strumenti finanziari dematerializzati o oggetto di gestione accentrata viene indicato l'art. 51 della legge 218 del 1998 quale criterio di collegamento in relazione alle questioni proprietarie, mentre il *locus rei sitae* viene identificato con la sede dell'ente che effettua la gestione. La legge del luogo nel quale il gestore ha sede dovrebbe regolare anche i diritti verso il gestore.

Nel caso di strumenti finanziari in regime di deposito irregolare, la soluzione del problema della legge applicabile viene fatta discendere dalla natura dei diritti dei depositanti verso il depositario, che vengono qualificati come diritti di credito alla consegna o alla restituzione degli strumenti finanziari e pertanto la legge applicabile sarebbe quella della sede del debitore, cioè il luogo di situazione del credito<sup>73</sup>.

5. La natura dei diritti degli aderenti ai sistemi di deposito accentrato nella dottrina italiana. L'individuazione del criterio di collegamento applicabile ai titoli circolanti in un indirect holding system presuppone la soluzione del problema sostanziale della natura dei diritti sugli strumenti finanziari dei soggetti che ai diversi livelli aderiscono al sistema. Nella ricostruzione del pensiero della dottrina italiana su tale problema va tenuto presente che analogamente a quanto accaduto nella dottrina di

A) Sull'ambito di applicazione dell'art. 59, comma 3 L. G. RADICATI DI BROZOLO, op. cit., pp. 449 ss., F. MOSCONI, Diritto internazionale privato, Parte speciale, 1997, Torino, p. 148; B) sulla disciplina applicabile ai titoli di credito non rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 59, comma 3 L. G. RADICATI DI BROZOLO, op. cit., pp. 453 ss., A. MALATESTA, Considerazioni sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma: il caso dei titoli di credito, in Riv. Dir. Int. priv. e proc., 1992, pp. 899 ss.)

Sul problema della disciplina applicabile e sulle conclusioni indicate nel testo, L. G. RADICATI
DI BROZOLO, op. cit., p. 457.

altri paesi prima del caso *Macmillan* la struttura del *cross* – *border settlement* non è stata tenuta in considerazione e pertanto le soluzioni sono state concepite in modo pressoché esclusivo in relazione al sistema italiano di *settlement*, cioè il sistema Monte Titoli.

10

L'art. 3, comma 1, della legge 19 giugno 1986, n. 289 portante disposizioni relative all'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la "Monte Titoli S.p.A." disponeva che i titoli erano immessi in "sistema di deposito regolare". Sull'ambito di applicazione di questa qualificazione e sul significato da attribuire all'espressione deposito regolare si era concentrato il dibattito sulla natura giuridica dei diritti sugli strumenti finanziari immessi in regime di gestione accentrata.

In merito all'ambito di applicazione della qualificazione contenuta nell'art. 3 la dottrina ha ritenuto pacifico il riferimento ai soli rapporti tra gli aderenti diretti al sistema di gestione accentrata e il sistema stesso, cioè tra il subdepositante e il sistema di deposito accentrato. La legge non si esprime sulla natura dei diritti del depositante verso il subdepositante. A questo proposito è stata avanzata la tesi secondo la quale il rapporto non può essere qualificato una volta per tutte, ma è necessario procedere caso per caso sulla base dell'effettivo rapporto che intercorre tra depositante e intermediario,

."

<sup>&</sup>lt;sup>74</sup> Sul sistema Monte Titoli e in generale sui servizi di gestione accentrata in Italia, R. LENER, La dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema monte titoli, Milano, 1989; C. SANTINI, Prospettive di evoluzione dei mercati a seguito del recepimento della direttiva Eurosim. Il ruolo della Monte Titoli, Bancaria, 1997, n. 3, 83; MONTE TITOLI (a cura di), Gestione accentrata ed efficienza dei mercati mobiliari, Roma, 1997; E. CERVONE, Una nuova configurazione del sistema di deposito secondo il progetto Monte Titoli, Bancaria, 2000, n. 4, 54, M. C. CARDARELLI, Osservazioni sulla L. 19 giugno 1986, n. 289, sull'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la "Monte Titoli S. p. A.", Diritto della Banca e del Mercato Finanziario ,1987, [1, 32; [D, Osservazioni sulla Deliberazione 18 febbraio 1987, n. 2723 della Consob, con norme di attuazione della l. 19 giugno 1986, n. 289 sulla Monte Titoli ,Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, II, 275; G. MINERVINI, Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli, Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1990, 1,272, A. A. V. V., L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli, Padova, 1989; G. RAGUSA MAGGIORE, Gestione accentrata di titoli di Stato affidati alla Banca d'Italia da una società fiduciaria e prelazione nel fallimento, Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 1997, II, 702; G. CARRIERO, La vigilanza della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti, Rivista di diritto dell'impresa, 1999, 93, N. DE LUCA, Poteri della società di gestione del mercato e poteri della CONSOB: la natura degli atti della società di gestione, Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2000, 81, F. CALLEGARO, Il Testo Unico della Finanza e la gestione accentrata di strumenti finanziari, Bancaria, 2000, n. 1, 38.

e si sono fatti gli esempi della consegna dei titoli consegnati a una banca nell'ambito dell'attività di gestione su base individuale, quale caso nel quale la componente gestoria prevarrebbe su quella della custodia, e della consegna all'intermediario ai fini dell'immissione nel sistema della gestione accentrata, quale caso nel quale sarebbe prevalente la causa del deposito. A prescindere dalla qualificazione del rapporto tra investitore e intermediario, questa tesi sembra qualificare il diritto sugli strumenti finanziari quale diritto di credito<sup>75</sup>.

Molto più articolato è il dibattito sulla natura del diritto degli aderenti diretti al sistema. Il primo problema che gli interpreti hanno dovuto affrontare è stato quello del valore della qualificazione operata dall'art. 3, di per sé non vincolante; tuttavia poiché la funzione della norma è quella di escludere l'acquisto della proprietà da parte della Monte Titoli degli strumenti finanziari immessi in gestione accentrata che seguirebbe alla qualificazione del rapporto quale deposito irregolare ai sensi dell'art. 1782 del codice civile, risolvendo così l'antico problema posto dalla natura fiduciaria dell'attività della Monte Titoli prima della legificazione della materia, alla qualificazione viene riconosciuto valore normativo. Questa conclusione pone, di conseguenza, il problema della natura dei diritti dei subdepositanti che in mancanza dell'art. 3 sarebbero stati qualificati quali diritti di credito, secondo quanto si desume dall'art. 1782 del codice civile. Secondo l'opinione dominante l'art. 3, comma 1, riconosce ai subdepositanti un diritto di comproprietà sugli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito. Il principale ostacolo teorico a questa ricostruzione, rappresentato dal fatto che i titoli venivano immessi nel sistema in modo assolutamente fungibile, secondo quanto previsto dall'art. 2 della legge 289 che imponeva la girata al Monte Titoli da cui dipende la difficoltà di concepire un diritto di proprietà su un bene non determinato e non specificamente attribuibile a un proprietario, è stato superato affermando che oggetto della proprietà è una quota indivisa della massa depositata, e che pertanto il deposito va qualificato come deposito cumulativo o alla rinfusa. Secondo una diversa posizione, che interpreta in modo restrittivo l'art. 3 nel senso che questo si limiterebbe ad escludere

A) Sul problema dell'ambito di applicazione dell'art. 3, comma 1 della legge 289 del 1986 A. PAVONE LA ROSA, La gestione accentrata dei valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli, in Banca, Borsa e tit. cred., I, 1988, p. 298; nel senso che l'art. 3, comma 1 qualifichi esclusivamente i rapporti tra subdepositante e sistema di gestione accentrata F. MARTORANO, Titoli di credito, II ed., Milano, 1994, p. 210, nt. 57, F. BRIOLINI, Commento all'art. 85 del T. U. F., in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), Commentario al Testo unico della finanza, Vol. I, Intermediari e mercati, Torino, 2002, pp. 679 s.; B) sulla qualificazione dei diritti dei depositanti, F. BRIOLINI, op. cit., pp. 679 s..

l'acquisto della proprietà degli strumenti finanziari da parte della Monte Titoli, i depositanti avrebbero un mero diritto di credito verso il sistema di deposito accentrato. Gli strumenti finanziari immessi nel sistema costituirebbero, pertanto, un patrimonio autonomo analogo al fondo comune di investimento. Infine, si è sostenuta la irrilevanza pratica del problema in quanto le materie la cui disciplina potrebbe dipendere dalla qualificazione trovano già un'esauriente regolamentazione<sup>76</sup>

Con l'approvazione del testo unico della finanza, che regola ora la materia della gestione accentrata<sup>77</sup>, e l'introduzione del regime della dematerializzazione obbligatoria per gli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati o destinati alla negoziazione negli stessi, ai sensi degli artt. 28 e ss. del D. lgs. 24 giugno 1998, n. 213, non si riscontrano in dottrina prese di posizione sui problemi sopra indicati. Questa circostanza sembra essere dovuta al fatto che l'art. 85, comma 3, primo periodo del T. U. F. riproduce il contenuto dell'art. 3, comma 1 della legge 289 del 1986, e il venire meno dell'inciso "con gli effetti previsti dalla presente legge" è stato giudicato privo di rilievo<sup>78</sup>.

## Sezione Quarta: Il problema del recharacterisation risk.

1. Nozione di recharacterisation risk. Come si è visto, nelle transazioni cross border la garanzia dell'adempimento può essere realizzata mediante il trasferimento

<sup>&</sup>lt;sup>76</sup> A) Sul valore normativo della qualificazione contenuta nell'art. 3 F. MARTORANO, op. cit., p. 211; SCALO, La Monte Titoli s., in Annali della facoltà di economia della LUISS, 1990, p. 44; G. OPPO, Una svolta nei titoli di massa (il progetto Monte Titoli), in Riv. Dir. Civ., 1986, I; p. 21; B) sulla ricostruzione quale diritto di comproprietà G. FERRI, La immissione di valori mobiliari nel sistema di amministrazione accentrata e i suoi effetti giuridici, in Riv. Dir. Comm., 1988, I, p. 252; SCANO, op. cit., p. 45; L. GUALANDI, Monte Titoli, in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1988, p. 2. s.; C) ha preferito ricostruzione la fattispecie quale compossesso G. OPPO, Dal progetto di legge, p. sul presupposto che il subdeposito prescinde dalla titolarità dello strumento finanziario in capo all'aderente diretto, il quale ne è però il possessore; D) sulla ricostruzione quale patrimonio autonomo A. PAVONE LA ROSA, op. cit., p. 300 ss.; E) sulla irrilevanza pratica della qualificazione C. ANGELICI, Le azioni, in! P. SCHLESINGER, Commentario al codice civile, Milano, 1992, p. 346 ss..

Agli artt. 80 ss.. Le disposizioni del T.U.F. vanno integrate con gli artt. 22 ss. della delibera CONSOB n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successive modificazioni e integrazioni (c.d. Regolamento Mercati).

<sup>&</sup>lt;sup>78</sup> F. BRIOLINI, op. cit., p. 679.

della proprietà di strumenti finanziari alla parte garantita: ciò accade sia nel caso di outright transfers, quali sono ad esempio i margini di garanzia che assistono una clausola di close out netting, sia nel caso dei repurchase agreements.

Attraverso il trasferimento della proprietà accompagnato dal patto di retrocessione le parti perseguono le finalità proprie delle garanzie reali su strumenti finanziari senza sopportare gli oneri economici e giuridici necessari alla costituzione di garanzie reali tipiche. Questo intento, altrimenti elusivo e generalmente sanzionato come tale da parte degli ordinamenti giuridici nazionali<sup>79</sup>, nel caso di transazioni cross border appare giustificato dalle considerazioni che seguono. Le caratteristiche strutturali e di funzionamento degli ICSD, rendono complessa sia l'individuazione di un criterio di collegamento adeguato alle caratteristiche delle transazioni del mercato over - the counter nonostante i recenti interventi normativi, sia l'individuazione dei presupposti di fatto di un determinato criterio di collegamento, ad esempio il locus rei sitae nel caso di applicazione del criterio indicato dalle norme italiane di diritto internazionale privato contenute negli artt. 51 e 55 della legge 31 maggio 1995, n. 218, ovvero il luogo del registro nel caso dell'adozione del PRIMA. Pertanto, le parti che intendessero costituire una garanzia reale in modo rituale con la certezza di farla valere a prescindere dalla legge che sarà applicata nel caso di controversia, dovrebbero osservare i requisiti per la costituzione e l'opponibilità ai terzi previsti sia dagli ordinamenti nei quali risiedono le parti della transazione, sia quelli previsti dagli ordinamenti nei quali risiedono l'ICSD impiegato dalle parti e i CSD dei quali l'ICSD si serve. I costi economici e organizzativi di tale soluzione la rendono impraticabile.

Il sistema della garanzia realizzata attraverso il trasferimento della proprietà è esposto al c.d. recharacterisation risk, cioè al pericolo che in caso di controversia il giudice qualifichi il trasferimento della proprietà come atto costitutivo di una garanzia reale tipica<sup>80</sup>. A tale riqualificazione segue la necessità di rispettare i requisiti per la costituzione e l'opponibilità ai terzi previsti dalla legge applicabile, con l'ulteriore conseguenza che il mancato rispetto di tali requisiti dal parte dei contraenti, che nel caso delle transazioni over – the – counter rappresenta l'ipotesi normale, pone in discussione sia la validità della garanzia sia la sua opponibilità ai terzi.

<sup>&</sup>lt;sup>79</sup> Si veda l'art. 2744 cod. civ...

<sup>&</sup>lt;sup>80</sup> Sui termini generali del problema e la nozione di recharacterisation risk: J. BENJAMIN, The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws: Overview, in JIBFL, Special Supplement, September 1998, p. 2 s. e p. 30

2. Le conseguenze sui contratti di garanzia. La riqualificazione operata dal giudice incide sui seguenti aspetti relativi alla validità e all'efficacia del contratto di garanzia finanziaria.

Il primo problema che la *recharacterisation* pone riguarda i requisiti di validità e di efficacia tra le parti dell'atto costitutivo della garanzia reale tipica. Con riferimento alla legge italiana la norma di più diretta rilevanza è l'art. 1997 cod. civ., il quale prevede che i vincoli sul credito "non hanno effetto se non si attuano sul titolo". Infatti, secondo l'opinione prevalente, la previsione deve essere intesa come "condizionante il sorgere del vincolo e non la semplice opponibilità ai terzi".

Al problema dell'efficacia tra le parti si aggiunge quello dell'opponibilità della garanzia a soggetti terzi rispetto alla transazione. I diversi ordinamenti giuridici richiedono a questo scopo il compimento di formalità, in genere rappresentate dalla iscrizione del trasferimento a titolo di garanzia in un registro. Volendo esemplificare, nel caso di azioni non dematerializzate emesse da una società con sede in Italia l'opponibilità ai terzi del trasferimento è subordinata all'annotazione del vincolo sul titolo e nel registro dell'emittente, secondo quanto dispone l'art. 2024 cod. civ. Pertanto la riqualificazione di un repurchase agreement su tali azioni come mutuo garantito da pegno renderebbe inopponibile al fallimento della parte finanziata il trasferimento delle azioni, le quali dovrebbero essere restituite con conseguente ammissione del finanziatore al passivo per l'importo del prestito.

Il problema presenta i profili di maggiore originalità nel caso in cui l'outright transfer sia stata effettuata a garanzia delle esposizioni calcolate in base alle regole del netting. In questo caso infatti il recharacterisation risk pone in discussione la validità stessa del sistema del netting come strumento di controllo dell'esposizione creditizia, con tutte le conseguenza che ne possono derivare sotto il profilo della vigilanza prudenziale.

3. La riqualificazione nei contratti regolati dal diritto interno. Il problema della recharacterisation assume diversi connotati a seconda che si abbia riguardo alla dimensione nazionale o cross – border del fenomeno delle garanzie finanziarie. Dal primo punto di vista esso si risolve nelle questioni sopra indicate della qualificazione

<sup>&</sup>lt;sup>81</sup> Così F. MARTORANO, *Titoli di credito*, II ed., Milano, 1994, p. 99 ss.. *Contra* F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*. Milano, 1978, p. 476 ss..

come garanzia reale tipica ovvero quale patto vietato dalla legge; nel caso di garanzie cross – border esso solleva alcuni tipici problemi di diritto internazionale privato, quali sono il problema delle qualificazioni e quello della contrarietà a norme di ordine pubblico della legge richiamata.

3.1. La qualificazione come pegno. Prescindendo dai recenti sviluppi normativi legati alla direttiva 47/2002/CE sui contratti di garanzia finanziaria, che lascia impregiudicato il problema sia sul piano teorico sia nei casi pratici non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva, nell'ordinamento giuridico italiano il contratto di garanzia potrebbe essere qualificato sia come pegno di strumenti finanziari sia come patto commissorio<sup>82</sup>.

A differenza di quanto accade in altri ordinamenti giuridici il pegno è l'unica garanzia reale tipica su strumenti finanziari ammessa dalla legge italiana. L'analisi delle conseguenze della qualificazione della garanzia finanziaria come pegno impone la distinzione tra i titoli di credito non immessi e quello immessi in regime di subdeposito.

Con riferimento ai titoli non immessi in regime di subdeposito, secondo l'opinione prevalente sopra esposta, l'art. 1997 cod. civ. deve essere interpretato nel senso che l'apposizione del vincolo sul titolo è elemento costitutivo del pegno e non attiene alla sola opponibilità ai terzi della garanzia reale. La mancata apposizione del vincolo sul titolo, incidendo sulla validità stessa del trasferimento potrebbe costituire un importante incentivo a domande aventi per oggetto la dichiarazione di inefficacia tra le parti della garanzia finanziaria per il mancato rispetto del requisito dell'annotazione. Le conseguenze della qualificazione come pegno riguardo alla posizione dei terzi è analoga, essendo peraltro non discusso in questo caso il valore dell'annotazione.

La giurisprudenza inglese si è più volte pronunciata sul problema della recharacterisation dei diversi tipi di contratto di garanzia Stonelight Finance Ltd v Phillips (1965) 2 Law Reports Queen's Bench Division 537 CA; RE Curtain Dream plc (1990) Butterworths Company Law Cases 925; Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd (1992) Butterworths Company Law Cases 148; Lloyds & Scottish Finance Ltd Cyril Lord Carpets Sales Ltd (1992) Butterworths Company Law Cases 609, HL; Re Turnbridge Ltd (1995) 1 Butterworths Company Law Cases 34.

Secondo J. BUSH, The PSA/ISMA Agreement: an Analysis of the Principal Terms, (1997) 1

JIBFL, 34 s., il REPO non presenta un recharacterisation risk in base alla legge nazionale inglese, in quanto "charges over securities do not fall within the registration requirements of the Company Act 1985".

Per quanto riguarda i titoli immessi in regime di subdeposito, la materia è interamente regolata dalla legge e cioè dall'art. 87 del T. U. F. e dall'art. 34 del d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213 dai quali emerge in modo evidente la natura costitutiva delle registrazioni contabili all'interno del sistema, con la sola eccezione da considerare peraltro transitoria dei vincoli preesistenti apposti su titoli immessi in regime di gestione successivamente alla loro emissione<sup>83</sup>.

3.2. La qualificazione come patto commissorio. Secondo l'art. 2744 cod. civ. è nullo il patto con il quale si conviene che in caso di inadempimento la cosa data in pegno o ipotecata passi in proprietà del creditore (c.d. patto commissorio). La giurisprudenza ha fornito di questa norma un'interpretazione assai rigorosa diretta soprattutto a sanzionare gli accordi che, per eludere il requisito della costituzione in garanzia del bene che forma oggetto dell'accordo, prevedano il trasferimento della proprietà al creditore con contestuale patto di retrovendita in caso di adempimento dell'obbligazione. La Corte di Cassazione ha infatti in numerose occasioni affermato la regola secondo la quale "la vendita con patto di riscatto o di retrovendita (come tale sottoposta a condizione risolutiva) conclusa a scopo di garanzia, previa l'attribuzione irrevocabile del bene al creditore solo in caso di inadempienza del debitore, è nulla per violazione del patto commissorio, anche quando implichi un trasferimento effettivo di proprietà; pur non integrando direttamente il divieto di legge ex art. 2744 c. c., essa configura un mezzo per eludere tale divieto; agli effetti della validità, ciò che rileva non è il tipo di negozio utilizzato, ma lo scopo perseguito dalle parti, atteso che qualunque negozio posto in essere a tal fine, anche se astrattamente lecito, non di meno resta colpito da nullità perché in frode alla legge"84.

<sup>83</sup> Su quest'ultimo problema F. BRIOLINI, Commento all'art. 87, in G. F. CAMPOBASSO, op. cit., p. 708 s.. Sul rapporto tra sistema Monte Titoli e garanzie reali G. MINERVINI, Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito, in Banca, Borsa e tit. cred., 1990, I, pp. 149 ss.; L. GUALANDI, op. cit., p. 11; F. MARTORANO, op. cit., pp. 229 ss..

<sup>&</sup>lt;sup>84</sup> Così Cass., sez. II, 04-11-1996, n. 9540; nello stesso senso tra le molte, a partire da Cass. 83/3880, Cass., sez. III, 25-05-2000, n. 6864, in *Mass. Foro it.*, 2000; Cass., sez. II, 23-10-1999, n. 11924, in *Mass. Foro it.*, 1999; Cass., sez. II, 20-07-1999, n. 7740, in *Mass. Foro it.*, 1999; Cass., sez. II, 29-08-1998, n. 8624, in *Foro it.*, 1999, I, 175, n. CANDIAN; Cass., sez. II, 04-11-1996, n. 9540, in *Riv. not.*, 1998, 1013, n. DE MARTINIS; T. Trapani, 28-02-1997, in *Giur. merito*, 1997, 698; Cass., sez. II, 04-03-1996, n. 1657, in *Notariato*, 1996, 409, n. STELLA RICHTER e in *Contratti*, 1996, 442, n. ZAPPATA;

La funzione dell'outright transfer e del repurchase agreement è quella di fornire al creditore, da intendersi in senso ampio quale soggetto che sopporta un'esposizione creditizia verso la controparte, una garanzia reale particolarmente efficace perché sottratta ai formalismi necessari alla costituzione di garanzie reali tipiche e perché, soprattutto, basata sulla proprietà in capo al creditore del bene che ne costituisce l'oggetto. Ciò in base al principio certamente pragmatico secondo il quale it is far better to be possessor than to be plaintiff<sup>85</sup>.

Questa somiglianza sotto il profilo causale esige una valutazione sulla possiblità di qualificare questi contratti come in frode al divieto del patto commissorio. A favore di tale qualificazione depongono l'intento delle parti, che è quello di costituire una garanzia reale atipica, e la struttura dell'accordo che subordina la retrovendita all'adempimento del creditore. Una considerazione più attenta della struttura e del funzionamento dei contratti di garanzia finanziaria esclude questa qualificazione. Il contratto di garanzia finanziaria prevede che il valore di mercato della garanzia sia adeguato all'importo dell'esposizione creditizia, sia al tempo della costituzione della garanzia sia successivamente attraverso il meccanismo del mark – to – market il quale opera sia a vantaggio del creditore sia a vantaggio del debitore comportando la restituzione di quanto ceduto quando ciò ecceda l'importo dell'esposizione. A questo va aggiunto che in caso di definitivo inadempimento il creditore, attraverso un soggetto terzo nominato di comune accordo dalle parti (Calculation Agent) è obbligato a

Cass., sez. II, 13-12-1994, n. 10648, in *Mass. Foro it.*, 1994, Cass., sez. II, 27-09-1994, n. 7882, in *Mass. Foro it.*, 1994, Cass., sez. II, 28-09-1994, n. 7890, in *Foro it.*, 1995, I, 1227, n. D'AQUINO, Cass., sez. II, 27-09-1994, n. 7878, in *Mass. Foro it.*, 1994, Cass., sez. II, 01-06-1993, n. 6112, in *Mass. Foro it.* 1993, Cass., sez. II, 27-02-1991, n. 2126, in *Giur. it.*, 1992, I, 1, 136, n. ARIETTI e in *Giust. civ.*, 1992, I, 3167, n. AZZARO, Cass., 09-06-1986, n. 3815, in *Mass. Foro it.*, 1986; Cass., 08-05-1984, n. 2795, in *Mass. Foro it.* 1984; Cass., 06-12-1983, n. 7271, in *Mass. Foro it.* 1983.

Sulla invalidità del patto di retrovendita quando integri gli estremi della frode all'art. 2744 c.c. F. SANTORO PASSARELLI, Dottrine generali del diritto civile, IX ed., Ristampa, Napoli, 1997, p. 181. Sulla validità del patto quando successivo all'inadempimento Cass., sez. II, 07-04-1995, n. 4064, in Mass. Foro it, 1995. In passato sia la dottrina (BIANCA, Patto commissorio, in Nov. Dig. It., Torino) che la giurisprudenza (Cass. 74/2498) si erano pronunciate a favore della validità della vendita con patto di retrovendita o con patto di riscatto, o quanto meno sulla necessità di verificare caso per caso la sussistenza della simulazione (Cass. 61/288) o della frode alla legge (Cass. 74/282; PUGLIATTI, Riv. trim. dir. e proc. civ., 1950, 330). Da ultimo T. Spoleto 03-06-1998; in Rass. giur. umbra, 1998, 402, n. SASSI.

<sup>85</sup> BENJAMIN, Interests, op. cit, p. 137.

determinare il valore del bene costituito in garanzia e nel caso di differenza positiva a versare quest'ultima al debitore. Le ragioni del divieto del patto commissorio sono, secondo la ricostruzione della dottrina, la tutela del debitore contro l'espropriazione di un bene che di regola ha valore superiore a quello del credito garantito e la tutela della par condicio creditorum. Così come sono strutturati i contratti di garanzia finanziaria non pregiudicano alcuno di tali interessi. Maggiore affinità essi presentano con il c.d. patto marciano cioè l'accordo in base al quale in caso di inadempimento il creditore diventa definitivamente proprietario del bene con l'obbligo di versare al debitore la differenza tra l'importo del credito e il valore del bene stimato successivamente all'inadempimento. Secondo l'opinione prevalente questo tipo di patto è valido ed efficace<sup>86</sup>.

Occorre inoltre aggiungere che il repurchase agreement è ora oggetto di espresso riconoscimento da parte della normativa civilistica del bilancio (art. 2424 - bis, comma 5; art. 2425 - bis, comma 3).

4. La riqualificazione delle transazioni cross border: il problema delle qualificazioni nel caso delle outright transfers. Nel caso di transazioni cross – border al problema della riqualificazione si affianca quello, che ne costituisce il presupposto, della determinazione della legge in base alla quale effettuare la riqualificazione stessa<sup>87</sup>. La questione è nota agli studiosi del diritto internazionale privato come problema delle qualificazioni che consiste nell'esigenza di "ricondurre il fatto o il rapporto successivamente sotto tutte le categorie espressamente contemplate dalle norme di rinvio, per definitivamente inquadrarlo in quella che secondo l'ordinamento del foro si deve ritenere più appropriata" E' opportuno sottolineare la netta distinzione tra qualificazione della fattispecie ai fini dell'individuazione della norma di rinvio

<sup>&</sup>lt;sup>86</sup> A) Sulla *ratio* del divieto F. CARNELUTTI, in *Riv. Dir. Proc. Civ.*, 1946, II, 160 ss; Cass., 06-07-1990, n. 7161, in *Corriere giur.*, 1990, 1137, n. BUSANI, B) Sulla validità del patto marciano in giurisprudenza App. Catania 29 aprile 1988, n. 290; T. Monza, 24 maggio1988, in *Foro it.*, 1989, I, 1271; Cass. 51/2696. *Contra* BARBIERA, in P. SCHLESINGER (a cura di), *Commentario del Codice Civile*, Milano, che considera il patto nullo per violazione dell'art. 2744.

Recharacterisation Risk, in JIBFL, Special Supplement, September 1998, p. 38 ss.; secondo l'A. la legge è quella applicabile ai rapporti tra broker e customer.

<sup>88</sup> P. MENGOZZI, op. cit., p. 38.

applicabile e recharacterisation: il problema delle qualificazioni attiene alla scelta del criterio di collegamento adeguato alla fattispecie concreta, mentre la recharacterisation ha luogo sulla base della legge nazionale individuata da tale criterio.

Nei suoi termini generali il problema delle qualificazioni si pone nel caso in cui determinati fatti della vita, pure rilevanti e oggetto di espresso riconoscimento da parte di alcuni ordinamenti giuridici, non vengono regolati da norme di diritto internazionale privato applicabili dal giudice dinanzi al quale sorge una controversia. Si pone pertanto la questione di individuare secondo quale legge il giudice nazionale deve sussumere la fattispecie concreta all'interno delle norme di diritto internazionale privato a sua disposizione. Le soluzione maggiormente seguita dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiane è quella che considera applicabile al problema la legge del foro (lex fori). In posizione minoritaria si pongono sia la tesi che fa riferimento all'ordinamento che presumibilmente costituirà la legge richiamata (lex causae) sia quella che propone, secondo un metodo comparatistico, di compiere la qualificazione prescindendo da entrambi i criteri sopra indicati.

Strettamente connesso al problema delle qualificazioni della garanzia finanziaria è il problema della legge che regola le formalità necessarie a rendere opponibile ai terzi la garanzia. L'individuazione della legge applicabile alla garanzia finanziaria permette al giudice di individuare la legge in base alla quale compiere l'eventuale recharacterisation, ma la soluzione del problema ulteriore delle formalità necessarie a costituire la garanzia non è necessariamente legato alla legge impiegata nel qualificare la fattispecie. Per esemplificare, secondo le regole di diritto internazionale privato vigenti in Italia la legge applicabile alla pubblicità degli atti relativi a diritti reali, individuata dall'art. 55 della legge 31 maggio 1995, n. 218, è quella dello stato in cui il bene si trovava al momento dell'atto, mentre la qualificazione della fattispecie concreta quale garanzia reale sarà condotta dal giudice che aderisca alla tesi prevalente in base alla propria lex fori, cioè la legge italiana. Il problema confluisce pertanto nella questione di carattere generale della determinazione della legge applicabile agli strumenti finanziari.

5. Le garanzie finanziarie cross – border e l'ordine pubblico. Tra le preoccupazioni sollevate dalla dottrina nel caso di garanzie cross – border figura il rapporto tra il problema delle qualificazioni delle garanzie finanziarie, la

recharacterisation e l'ordine pubblico<sup>89</sup>. In conformità alla regola di diritto internazionale codificata nel nostro ordinamento nell'art. 16 della legge 31 maggio 1995, n. 218, il giudice dello stato nel quale si instaura la procedura può non applicare la legge straniera richiamata e procedere in base ad altri criteri di collegamento o alla propria legge nazionale quando gli effetti della legge richiamata sono contrari all'ordine pubblico.

La questione è stata posta con riferimento alle procedure concorsuali e al principio di ordine pubblico economico della par condicio creditorum. Si è osservato infatti che le garanzie finanziarie hanno l'effetto porre in una posizione privilegiata la controparte del contratto di garanzia finanziaria spesso in contrasto alle norme che nei diversi ordinamenti giuridici reggono la costituzione e l'ordine dei privilegi nel caso di insolvenza. Il rinvio ad una legge che, a differenza di quanto previsto dall'ordinamento nel quale si instaura la procedura, riconoscesse la validità e l'opponibilità del contratto di garanzia finanziaria vanificherebbe le norme che tutelano la par condicio creditorum e pertanto, in applicazione del limite dell'ordine pubblico, il giudice potrebbe applicare la propria legge nazionale e vanificare l'intento perseguito dalle parti.

6. La recharacterisation dei derivati di credito. Sebbene il problema della recharacterisation sia stato studiato in prevalenza con riferimento alle outright transfers e ai repurchase agreements, e come tale esposto in questa sede, non è mancato chi ha rilevato come un problema di qualificazione si ponga anche con riferimento ai derivati di credito in quanto tali.

Si è osservato<sup>90</sup> in primo luogo che alcune tipologie di derivati di credito, quali i physically – settled total return swaps, potrebbero essere qualificati come prestiti garantiti al seller of protection con la conseguenza che il mancato rispetto dei requisiti richiesti per la costituzione in garanzia aprirebbe la strada ad una azione dei creditori del seller of protection sui beni che costituiscono le Reference Obligations.

Con particolare riferimento ai credit default products si è posto l'ulteriore problema della loro qualificazione come contratti di assicurazione. Infatti, semplificando al massimo la struttura e il funzionamento di questi contratti può considerarsi in senso lato assicurativa in quanto il buyer of protection paga al seller of protection una somma per cautelarsi contro le conseguenze finanziarie di un Credit

<sup>89</sup> J. BENJAMIN, op. cit., passim.

<sup>90</sup> S. K. HENDERSON, Credit Derivatives - Part 3: Selected Legal Issues, (1999) 5 JIBFL, p. 195.

Event. Il problema ha rilievo pratico per due ragioni. In primo luogo perché nella maggior parte degli ordinamenti giuridici l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di assicuratore è soggetto a riserva e l'esercizio di tale attività da parte di soggetti non autorizzati può comportare conseguenze negative sia per il soggetto che la svolge, in termini di sanzioni penali o amministrative, sia per il contratto concluso, in termini di invalidità. In secondo luogo, ma non meno importante, i contratti di assicurazione sono generalmente assoggettati a regimi tributari specifici, per cui il non corretto inquadramento della fattispecie può comportare l'inadempimento dell'obbligazione tributaria. 91

Nell'ordinamento inglese sono state proposte due interpretazioni che consentono di considerare i derivati di credito autonomi rispetto al contratto di assicurazione contro rischi di natura finanziaria, quali la financial guarantee insurance e i political risk insurance products. La prima interpretazione è stata proposta da The Financial Law Panel. Secondo questo soggetto i derivati di credito di cui si tratta si pongono in un'area nella quale attività finanziaria e attività assicurativa si sovrappongono, senza che sia possibile una netta distinzione. Pertanto la distinzione non può essere fatta in base alla natura dell'attività ma alla natura del soggetto che l'esercita, con la conseguenza che quando i derivati di credito vengono conclusi da un intermediario finanziario non assicurativo sottoposto a forme di vigilanza la qualifica come contratti di assicurazione deve essere esclusa. Si tratta di un approccio simile a quello adottato dal legislatore italiano con l'art. 23, comma 5, del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 il quale nell'escludere dall'ambito di applicazione dell'art. 1933 cod. civ. gli strumenti finanziari derivati e quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a) dello stesso decreto che vengano conclusi nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento non prede alcuna posizione in merito alla natura giuridica di tali contratti. In alternativa a questa impostazione è stata proposta un'interpretazione che fonda la distinzione sulla diversa struttura causale del derivato di credito rispetto al contratto di assicurazione. E'stato osservato che mentre nel contratto di assicurazione il rischio deve esistere in capo all'assicurato, questa condizione non è indispensabile nel caso di derivati di credito. Per

<sup>91</sup> Per quanto riguarda l'ordinamento giuridico italiano valgono i seguenti riferimenti a) la riserva di attività è disciplinata dall'art. 5 del d. lgs. 17 marzo 1995, n. 174 in materia di assicurazioni sulla vita e dall'art. 7 del d. lgs. 17 marzo 1995, n. 175 in materia di assicurazione danni, attuativi delle direttive CEE 42/92 e 96/92; B) la violazione della riserva attribuisce al cliente il diritto di domandare la risoluzione del contratto di assicurazione, ai sensi dell'art. 75 del testo unico delle assicurazioni private, d.p.r. 13 febbraio 1959, n. 449 e successive modifiche ed integrazioni.

esemplificare, se il rischio è rappresentato da un Credit Event (es. il rating della Reference Entity è portato da AAA a D) nel contratto di assicurazione la parte assicurata subisce un danno effettivo quale conseguenza del credit event (es. la riduzione del prezzo delle Reference Obligations possedute dall'assicurato a causa dell'innalzamento del tasso di interesse reale applicato ai finanziamenti alla Reference Entity) nel derivato di credito l'effettività del danno può mancare del tutto, perché il buyer of protection potrebbe avere concluso il derivato a prescindere dal possess450 delle Reference Obligations, poiché nei derivati di crediti la Reference Obligation è di regola solo un titolo nozionale.

## CAPITOLO III

I PROBLEMI DI ENFORCEABILITY DEI SISTEMI PER IL CONTROLLO DELL'ESPOSIZIONE CREDITIZIA IN RELAZIONE ALLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI INSOLVENZA.

Sommario: 1. Introduzione. I problemi di enforceability dei contratti di garanzia finanziaria nel caso di procedure concorsuali; 2. Il problema del cherry picking in generale e nell'ordinamento giuridico italiano; 3. segue. L'art. 203 del T. U. F.; 4. Il problema dei rapporti tra gli accordi di netting e le norme fallimentari in materia di compensazione; 5. La c.d. zero hour rule; 6. I problemi di diritto internazionale privato. Il limite dell'ordine pubblico; 7. Il coordinamento tra le procedure concorsuali. Il regolamento (CE) n. 1346/2000 del Consiglio del 29 maggio 2000 relativo alle procedure di insolvenza.

1. Introduzione. I problemi di enforceability dei contratti di garanzia finanziaria nel caso di procedure concorsuali. L'enforceability, cioè la validità ed efficacia, delle clausole sull'insolvenza dà luogo a particolari problemi nel caso di assoggettamento delle parti a procedure concorsuali. A questo proposito occorre distinguere i problemi di diritto sostanziale dai problemi di diritto internazionale privato.

Nel primo gruppo possono essere fatte rientrare tutte le questioni relative all'enforceability dei contratti di garanzia finanziaria in base ai principi propri di una determinata legge fallimentare. Sono tali le regole sull'ammissibilità e sui limiti al riconoscimento della compensazione e della novazione, che rappresentano gli strumenti giuridici sui quali si basano le clausole di insolvenza; le regole sul c.d. cherry picking, cioè la possibilità riconosciuta agli organi della procedura di scegliere se dare attuazione a rapporti giuridici ancora pendenti; la validità delle garanzie rotative; infine il problema dell'individuazione della c.d. zero hour, cioè del momento preciso a partire dal quale una procedura concorsuale diventa opponibile ai soggetti interessati.

Molto più complesse sono le ragioni dei problemi di diritto internazionale privato posti dall'assoggettamento a procedure concorsuali delle parti, così come le soluzioni proposte. Secondo il Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System istituito presso il Fondo Monetario

Internazionale <sup>92</sup> le possibili cause dei problemi di diritto internazionale privato posti dalle clausole di insolvenza in occasione di procedure concorsuali a) il *forum shopping*, cioè la scelta di un regime di insolvenza più favorevole e dalla la presenza di "*frizioni*" tra ordinamenti in materia concorsuale, b) la scelta della legge a cui sono assoggettati i beni dell'impresa e i suoi debiti e crediti (es. le parti potrebbero avere assoggettato la compensazione dei debiti e crediti nascenti dal contratto ad una legge differente rispetto a quella a cui è assoggettata l'insolvenza dell'impresa), c) la differenza nella legislazione applicabile all'insolvenza di un gruppo operante in più ordinamenti giuridici (il problema nasce dal fatto che mentre alcuni stati hanno consolidato la disciplina dell'insolvenza del gruppo, altri hanno scelto di lasciare alla legge a cui sono soggette le succursali la disciplina dell'insolvenza di queste ultime), d) l'esistenza di diversi tipi di *carve* – *outs*: in sostanza, molti stati hanno deciso di risolvere i problemi di efficacia dei contratti finanziari, ma spesso la disciplina adottata per i problemi varia da stato a stato; e) l'assenza di regole sul conflitto di leggi uniformi sulla costituzione del collaterale.

Oggetto del presente capitolo sono i problemi posti dalle norme generali di diritto fallimentare. Nei capitoli successivi vengono esposte le soluzioni di diritto positivo a tali problemi: in quella sede verrà valutato il grado di coerenza e di completezza delle soluzioni offerte rispetto ai problemi, nonché le nuove questioni poste da questi interventi legislativi.

2. Il problema del cherry picking in generale e nell'ordinamento giuridico italiano. Il primo problema con cui le autorità di vigilanza e gli interpreti hanno avuto a che fare nel valutare il grado di effettività delle clausole di netting nel caso di apertura di una procedura di insolvenza contro una delle parti è rappresentato dal cherry picking, che è l'espressione con cui viene indicato il potere che il diritto dell'insolvenza riconosce agli organi della procedura di scegliere se dare o meno esecuzione ai rapporti giuridici pendenti.

Il principale motivo di preoccupazione delle autorità di vigilanza risiede nella natura discrezionale del potere dell'organo della procedura, il quale deciderà cosa fare

<sup>&</sup>lt;sup>92</sup> CONTACT GROUP ON THE LEGAL AND INSTITUTIONAL UNDERPINNINGS OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM, *Insolvency Arrangements and Contract Enforceability*, September 2002; pp. 29 ss, consultabile al sito www.imf.org/external/np/g10/2002/pdf/120502.pdf (data di consultazione: aprile 2003)).

di un contratto in corso in base a valutazioni possibili solo al tempo di apertura della procedura concorsuale e che per questo motivo sono imprevedibili nel corso della normale vita del contratto. Questa circostanza rende impossibile l'utilizzo del netting come mezzo per il calcolo dell'esposizione creditizia a fini di vigilanza, ed anzi è stato paventato che nei contesti normativi che prevedono questo potere il ricorso al netting potrebbe rendere assai poco trasparente il grado effettivo dell'esposizione, con conseguenti problemi non solo sul piano della vigilanza prudenziale, ma anche su quello della gestione corrente dell'intermediario finanziario.

Il quadro della disciplina italiana dei rapporti giuridici pendenti prima dell'attuazione della direttiva 2002/47/CE sui collateral agreements, può essere ricostruito come segue.

La legge fallimentare italiana non contiene una regola generale valevole per tutti i contratti, ma una serie di regole applicabili a singoli tipi negoziali (vendita, contratti di borsa, mandato etc.), con un grave vuoto normativo nel caso di rapporti giuridici non nominati<sup>93</sup>. Questa situazione ha generato un ampio dibattito sia sulla possibilità di

<sup>&</sup>lt;sup>93</sup> La legge fallimentare del 1942 per la prima volta introduce un'autonoma, anche se non organica, disciplina dei rapporti giuridici pendenti. In precedenza gli effetti dei contratti in essere alla data della dichiarazione di fallimento erano regolati da norme contenute nel codice civile e nel codice di commercio, all'interno della disciplina dei singoli contratti: "[c]osì all'art. 1729, n. 4, c.c. 1865 era preveduto lo scioglimento della società civile per fallimento di alcuno dei soci e all'art. 191 c. comm. 1882 il fallimento di alcuno dei soci illimitatamente responsabili era considerato causa di scioglimento della società; il fallimento veniva inoltre considerato causa di scioglimento del contratto di conto corrente (art. 348, n. 3, c. comm. 1882) e del mandato, sia per fallimento del mandante che del mandatario (art. 1757 c.c. 1865), mentre per il contratto di assicurazione, in caso di fallimento dell'assicurato, era attribuito all'assicuratore la facoltà di chiedere cauzione per il pagamento del premio oppure lo scioglimento del contratto(art. 433, c. comm. 1882). La caratteristica comune di queste norme i salvo quella relativa al contratto di assicurazione - era, dunque, quella di far discendere dal fallimento l'automatico scioglimento di determinati contratti ... (omissis). Le uniche norme contenute nel libro III del codice di commercio del 1882, relativo al fallimento, che riguardavano contratti in corso di esecuzione, erano quelle degli artt. 804 - 806, che riconoscevano al venditore di merci la facoltà di ritenerle o di rivendicarle se non ancora ricevute a disposizione del compratore o del commissionario incaricato di venderle per conto di lui; e nel contempo, attribuivano al curatore la facoltà di farsele consegnare pagandone il prezzo.... (omissis) Su quest'ultima norma la dottrina costruì il sistema dei rapporti pendenti nel fallimento, ... (omissis). La disciplina dei contratti pendenti alla data del fallimento veniva così vista essenzialmente come disciplina dei contratti bilaterali ineseguiti da entrambi il

individuare in via interpretativa detta regola generale, sia ovviamente su quale fosse il criterio da applicare. Tra le varie soluzioni proposte l'opinione che ha prevalso è quella secondo cui dal sistema degli artt. 72 – 83 l. fall. sarebbe desumibile la regola secondo cui il rapporto contrattuale non espressamente regolato, né riconducibile in sede di interpretazione a una delle ipotesi espressamente regolato, è sospeso fino alla scelta del curatore se proseguire o meno il rapporto stesso, in analogia a quanto previsto per la disciplina della vendita non eseguita<sup>94</sup>.

contraenti...(omissis)" L. GUGLIELMUCCI, Gli effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti, in G. RAGUSA MAGGIORE, C. COSTA (diretto da), Le procedure concorsuali – Il fallimento, Vol. II, Torino, 1997; p. 269 ss..).

"Anche se, come si è notato, la disciplina vigente risulta più organica manca tuttavia quell'enunciazione della norma di chiusura del sistema, che era stata preveduta nei primi progetti di riforma [nt. 3: Art. 3 progetto Bonelli (R. D. Co., 1921, I, 522); art. 778 progetto D'AMELIO (Commissione reale, Sottocommissione B, Codice di commercio, I, Progetto, Roma, 1925, 243)] ed era stata individuata nella regola generale della sospensione dell'esecuzione dei contratti bilaterali ineseguiti e della facoltà del curatore di scegliere tra subentro e scioglimento. Non sono stati, poi, considerati i contratti che, per il tipo o per l'oggetto, rimangono insensibili al fallimento e proseguono in capo al fallito [nt. 4: Problema, questo, che pure era stato avvertito dalla dottrina: cfr. Bonelli, Del fallimento, 3° ed. a cura di V. Andrioli, I, Milano, 1938, 582; Brunetti, Diritto fallimentare italiano, cit., 379]." L. Guglielmucci, cit., p. 270

<sup>93</sup> S. SATTA, *op. cit.*, p. 286 nt. 2 osserva che la legge "mirando a contemperare gli interessi della massa e quelli del terzo contraente, non può fondarsi su un unico principio, quello per cui, in assenza di esplicita disciplina del rapporto, il curatore avrebbe la scelta tra la continuazione e la cessazione di tale rapporto". L'a. osserva che "L'individuazione della disciplina cui sono assoggettati i tipi contrattuali la cui sorte nel fallimento non è espressamente regolata, non può essere fatta tentando di enucleare una norma di carattere generale ... (*omissis*)"; L. GUGLIELMUCCI, cit., p. 271)

<sup>93</sup> L. GUGLIELMUCCI, Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti, in Comm. Scialoja – Branca, Legge fallimentare, Bologna – Roma, 1979, p. 5; A. BONSIGNORI, G. NARDO, M. LAZZARA, I contratti nelle procedure concorsuali, Milano, 1992, pag. 35; Trib. Napoli 11.1.1991, in Dir. Fallim., 1991, II, 858, con nota di Di LAURO; Cass. 10.3.1988, n. 2385 ibidem, 1988, II, 626; Trib. Torino 8.11.1985, Fallimento, 1985, 456). Vedi M. RUISI, Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti, in Riv. Dir. Civ., 1965, II, 254 per un ampio panorama di giurisprudenza sulla materia.

<sup>94</sup> Si esprimono a favore della portata generale del principio contenuto nell'art. 72 l. fall. Cass., 12-12-1988, n. 6732 in *Fallimento*, 1989, 500; T. Torino. Torino, 07-03-1985, in *Fallimento*, 1986, 534; T. Roma, 19-06-1985, in *Fallimento*, 1985, 1294; T. Torino, 20-03-1986, in *Giur. piemontese*, 1986, 409;

Il problema fondamentale che i master agreement posero alla dottrina fu dunque quello di stabilire se le operazioni contrattuali regolate al loro interno fossero riconducibili alle ipotesi espressamente regolate. Con riferimento ai contratti riconducibili alla vendita a termine si ritenne possibile l'applicazione diretta dell'art. 76 della legge fallimentare, che regola gli effetti del fallimento sui contratti di borsa a termine 95. Con riferimento ai contratti non riconducibili alla vendita a termine da parte di alcuni autori si ritenne possibile l'applicazione analogica dell'art. 76, che da altri viene contestata sulla base del rilievo della natura eccezionale dell'art. 76 l. fall.

La possibilità di applicare l'art. 76 l. fall. ai contratti derivati regolati dai master agreement ha aperto la strada ad una serie di questioni a cui si è cercato di fornire una soluzione prima con l'art. 203 del testo unico della finanza e ora con il decreto sulle garanzie collaterali.

L'aspetto di maggiore rilievo è rappresentato dalle modalità di calcolo dell'esposizione netta, cioè dalla compatibilità dell'art. 76 l. fall. con le regole con cui le parti pervengono a determinare il valore delle rispettive posizioni prima di procedere alla compensazione. In effetti l'art. 76 l. fall. adotta una regola piuttosto elastica, cioè il valore dei titoli alla data della dichiarazione di fallimento, che però non risulta coerente sia con la possibilità che le parti non abbiano fatto riferimento al valore di un titolo sia, soprattutto con il fatto che spesso i master agreement prevedono la possibilità delle parti di scegliere tra due diverse modalità di calcolo (si pensi, nel caso dell'ISDA al metodo

T. Torino, 08-11-1984, in *Riv. it. leasing*, 1985, 191, nota di LA TORRE. *Contra* A. Torino, 05-12-1984, in *Giur. comm.*, 1986, II, 76.

Sull'applicazione analogica delle altre disposizioni in materia di effetti del fallimento sui rapporti giuridici pendenti si vedano con riferimento al contratto di agenzia T. Genova, 20-04-1988, in Fallimento, 1989, 402; con riferimento al contratto di noleggio A. Genova, 17-09-1988, in Dir. maritt., 1989, 802.

95 P. DE BIASI, Non tutti i gatti sono bigi e neppure lo sono gli strumenti finanziari o i clienti. SIM di fatto e nullità dei contratti, nota a Cass. Civ. Sez. 1, 5 aprile 2001, n. 5052 e Cass. Civ. 6 aprile 2001, n. 5114, in Dir. Banca Merc. Fin., 2002, p. 97; M. PERASSI, Commento sub art. 18, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari, Padova, 1997, p. 156; ID., Nota a Collegio Arbitrale 10 febbraio 1998 e Tribunale di Milano 20 febbraio 1997, in Banca Borsa tit. cred., 2000, II, p. 97.

loss e market quotation). A questo problema la dottrina che si è occupata del problema) ha dato risposta negativa<sup>96</sup>.

ŕ

3. segue. L'art. 203 del T. U. F.. Con l'art. 203 del T. U. F. il legislatore interviene a regolare le questioni sopra indicate<sup>97</sup>.

Lo scopo che la norma si prefigge è quello di risolvere i problemi sopra segnalati dell'ambito di applicazione dell'art. 76 l. fall. e della validità dei criteri di calcolo adottati dalle parti, viene infatti stabilito che: a) l'art. 76 l. fall. si applica agli strumenti finanziari derivati, alle operazioni a termine su valute, e alle operazioni di prestito titoli, pronti contro termine e riporto; e b) ai fini dell'applicazione dell'art. 76 l. fall. agli strumenti finanziari derivati e alle altre operazioni indicate nel comma 1 "può farsi riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di liquidazione coatta amministrativa".

Se da un lato l'art. 203 T. U. F. supera i problemi sopra indicati, dall'altro esso ne pone altri oltre a non risolvere quelli che pure erano stati presi in considerazione in seno ai lavori preparatori per la redazione del T. U. F..

Il primo ordine di questioni attiene alla riconoscimento del metodo di calcolo adottato dalle parti all'interno del master agreement.

Con specifico riguardo all'ISDA Master Agreement la dottrina ha rilevato che da un lato nel metodo loss le parti fanno riferimento al risarcimento del danno subito dalla non – defaulting party tra i criteri per la determinazione del valore delle rispettive obbligazioni in pieno contrasto con il consolidato orientamento della dottrina e della giurisprudenza italiane secondo il quale il fallimento non può essere paragonato all'inadempimento e quindi non legittima la richiesta del risarcimento del danno derivante dal default, e che d'altra parte l'art. 203 T. U. F. non depone in favore di una

<sup>&</sup>lt;sup>96</sup> P. DE BIASI, Il netting dei contratti derivati, in Diritto della banca e del mercato finanziario, 1999, p. 247.

<sup>&</sup>lt;sup>97</sup> L'entrata in vigore del d. Igs. 21 maggio 2004, n. 170 in materia di garanzie finanziarie ha notevolmente circoscritto l'ambito di applicazione delle norme contenute nell'art. 203 T. U. F. senza tuttavia abrogarle. L'articolo troverà applicazione nei casi in cui non ricorrano i presupposti indicati dalla nuova disciplina.

<sup>98</sup> M. FINARDI; L. RUGGERI, Interest rate swap e fallimento, in Contr., 2003, n. 1, p. 97.

soluzione positiva del problema, limitandosi a riconoscere alle parti la possibilità di fare riferimento al criterio del substitution cost.

Il problema non è di poco conto perché è in base al criterio prescelto all'interno del master agreement che le parti calcolano l'esposizione creditizia né sembra che il problema in oggetto possa porsi per il solo ISDA master agreement data la continua evoluzione e complessità dei criteri di calcolo.

In effetti l'uso dell'avverbio anche letto in relazione al rinvio all'art. 76 l. fall. contenuto nel primo comma dell'art. 203 T. U. F. sembrerebbe doversi leggere nel senso che l'uso del costo di sostituzione è alternativo al criterio dell'art. 76 l. fall., cioè il valore dei titoli nel giorno dell'apertura del fallimento.

4 Il problema dei rapporti tra gli accordi di netting e le norme fallimentari in materia di compensazione. L'altro potenziale limite al funzionamento degli accordi di netting è rappresentato dalle norme fallimentari in materia di compensazione. Come si è detto, gli accordi di netting contenuti all'interno dei master agreements si fondano su un meccanismo di tipo compensativo per determinare la posizione netta delle parti. Sia le autorità di vigilanza sia la dottrina hanno rilevato che pur essendo la compensazione riconosciuta da parte delle legislazioni nazionali in materia di insolvenza, queste ultime subordinano l'opponibilità alla procedura di insolvenza ad una serie di condizioni che potrebbero mancare nel caso degli accordi di netting.

Con riferimento alla legislazione italiana, i motivi di preoccupazione si sono concentrati sugli artt. 56 e 67 l. fall..

L'art. 56 prevede che la compensazione opera tra i creditori del fallito e il fallito stesso anche per debiti non scaduti prima della dichiarazione di fallimento salvo il caso, indicato dal secondo comma, in cui il creditore abbia acquistato il proprio diritto per atto tra vivi dopo l'apertura del fallimento o nell'anno anteriore<sup>99</sup>.

L'art. 56, comma 1 riconosce ampiamente la compensazione in sede fallimentare ammettendo la possibilità di compensare crediti non ancora scaduti alla data della dichiarazione di fallimento, in deroga ai presupposti per la compensazione legale indicati dall'art. 1243, comma 1, c.c. Tale deroga è stata variamente giustificata dalle dottrina. Secondo una prima tesi essa troverebbe fondamento nell'esigenza equitativa di non gravare il debitore del fallito del pagamento integrale del debito "quando non si è in grado di pagargli quel che gli si deve" (così S. SATTA, Diritto fallimentare, III ed. aggiornata ed ampliata da R. Vaccarella e F. P. Luiso con Appendice sull'amministrazione straordinaria di A. Cavalaglio, Padova, 1996, p. 199; il particolare fondamento della norma le attribuirebbe carattere

eccezionale, confermato anche dal contrasto con la regola contenuta nell'art. 2917 c.c., con l'ulteriore conseguenza della sua possibile illegittimità costituzionale: S. SATTA, op. cit., p. 199, nt. 37. Anche R. PROVINCIALI, G. RAGUSA MAGGIORE, Istituzioni di diritto fallimentare, Padova, 1988, p. 271 ritengono che la norma si fondi su di "su di un sicuro principio di equità", in particolare secondo questi Autori "la compensazione costituisce una tutela che si attua fuori dalla legge del concorso e fuori del procedimento di verifica", p. 271). Secondo un'altra tesi (FOSCHINI, La compensazione nel fallimento, Napoli 1965, p. 24) la norma non avrebbe un fondamento equitativo, in quanto la posizione del debitore - creditore del fallito sarebbe diversa da quella degli altri creditori, il che escluderebbe la violazione della par condicio. Sulla compensazione in sede fallimentare: G. BALSAMO, La compensazione fallimentare, in Riv. Trim. dir. Proc. Civ., 1968, 356; V. COLESANTI, Il terzo debitore nel pignoramento dei crediti, Milano, 1967, pag. 600, nt. 593; M. DI LAURO, La compensazione dei crediti nell'ambito del fallimento, in Dir. Fall., 1973, 1, 296; P. AUTERI, Compensazione e ammissione al passivo fallimentare, in Riv. Dir. Proc., 1973, 25 segg., ove ampie indicazioni bibliografiche, M. BRONZINI, Compensazione: unico caso di immediato recupero di un credito nel fallimento, in Dir. Fall., 1980).

La giurisprudenza ha precisato l'ambito di applicazione con riferimento ai presupposti del riconoscimento della compensazione (Secondo R. PROVINCIALI, G. RAGUSA MAGGIORE, Istituzioni di diritto fallimentare, Padova, 1988, p. p. 273: "[i]l tipo di compensazione previsto dall'art. 56 è dunque quello stesso della legge comune e sottoposto a quella concorsuale solo per quanto concerne la modifica di alcuni presupposti. Ciò consente di escludere che possa prescindersi da altri requisiti come quello delle liquidità"): si ritiene che solo il credito verso il fallito può non essere esigibile, mentre quello del fallito deve esserlo (Cass. 5/6/76, n. 2037, in Foro it., 1977, I, 477; App. Venezia 20/2/81, in Arch. Civ., 1981, 999; Cass. 13/3/1982, n. 1634, in Banca Borsa, 1983, II, 424, con osservazioni di VIGO, Cass. 26/7/90, n. 7562; Cass. 14/4/92, n. 4542, in Fallimento, 1992, 993); Trib. Catania 10/4/91, Giur. Comm., 1991, II, 965). Altro aspetto rilevante riguarda il presupposto dell'omogeneità. L'art. 1243 c.c. richiede ai fini della compensazione legale l'omogeneità dei crediti reciproci (al riguardo va osservato che l'omogeneità non va confusa con l'ulteriore problema se l'art. 56 si riferisca in modo esclusivo ai crediti pecuniari ovvero riguardi anche crediti di altra natura secondo S. SATTA, op. cit., p. 202 "la legge parla di credito senza specificazione: non è dunque necessario che si tratti di credito pecuniario"). Gli accordi di netting hanno tuttavia una struttura articolata: la posizione finale delle parti è certamente omogenea, cioè le parti risultano reciprocamente creditrici di somme di canaro, ma questa posizione non corrisponde all'originario rapporto obbligatorio in essere tra le parti, ma è il frutto di una complessa procedura di liquidazione che permette di convertire le obbligazioni aventi per oggetto titoli in obbligazioni pecuniarie. Questo aspetto rappresenta certamente un ostacolo al riconoscimento degli accordi di netting, in quanto la giurisprudenza ha pressoché costantemente ritenuto necessario il presupposto dell'omogeneità (v. ad es. App. Milano 18/12/1981, in Fallimento, 1982, 1183, con nota adesiva di Franchini, Alcune questioni in

Il problema fondamentale posto dal *netting* contrattuale deriva dalle modalità con cui quest'ultimo opera. Come si è visto la compensazione riguarda posizioni che hanno origine in transazioni concluse prima della apertura del fallimento, ma che diventano attuali solo dopo questo momento. In pratica, data la natura *derivative* delle transazioni rette dai *master agreements*, solo al momento della *termination* diventa possibile il calcolo delle rispettive posizioni e quindi stabilire chi sia creditore e chi sia debitore. Si tratta evidentemente di una fattispecie che solo con grande difficoltà può essere ricondotta all'art. 56 l. fall., e che soprattutto sembra corrispondere all'ipotesi regolata dal secondo comma.

La fattispecie regolata dall'art. 56, comma 2 l. fall. si fonda su due elementi strutturali: il fatto che il credito non sia scaduto e l'acquisto del credito nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento. Purtroppo la prima condizione è sempre vera per le transazioni in essere alla data della dichiarazione di fallimento, mentre le seconda ricorre in una serie di ipotesi non infrequenti nella pratica finanziaria.

In primo luogo la dottrina o ha ritenuto che lo stesso pactum de compensando contenuto all'interno del master agreement concluso nell'anno anteriore alla dichiarazione contrasti con l'art. 56, comma 2. L'acquisto del credito nell'anno anteriore al fallimento ricorre altresì nel caso del master agreement contenente

tema di pegno di titoli di credito, pegno di crediti e compensazione fallimentare, che ha escluso la compensabilità tra titoli e somme di denaro. Nello stesso senso Trib. Bologna 17/4/89, in Fallimento, 1990, 420; in Arch. Civ., 1990, 927 (nel caso si è esclusa la compensazione fra crediti della banca verso il fallito e l'obbligo di consegna alla procedura del libretto al portatore, di cui la banca era custode verso il fallito, e da essa stessa emesso)). Tuttavia la Cassazione, con la sentenza 16 agosto 1990, n. 8322, in Fallimento, 1991, 345 ha espresso avviso contrario al requisito della omogeneità, applicando l'art. 56 anche nel caso di un credito per prestazione di cose (vantato contro la procedura) ed un credito pecuniario (del fallito verso il terzo).

Sui presupposti della compensazione si vedano App. Milano 26/5/70, in *Dir. Fall.*, 1971, II, 42; Trib. Pavia 13/10/89, in *Fallimento*, 1990, 731, con nota di MERCURIO che ha escluso la compensazione tra il credito verso il fallito per saldo passivo di conto corrente del fallito ed il debito verso la massa derivante dal controvalore di titoli dati in pegno, pegno di cui sia stata richiesta la revoca, nonche Cass. 25/11/92, n. 12537, in *Dir. Fall.*, 1993, II, 257 secondo cui l'applicazione dell'art. 56 l. fall. non è preclusa dalla domanda di ammissione al passivo, né dalla definitiva ammissione, non implicando ciò una rinuncia ad opporre l'effetto estintivo)

riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati, Milano, 1999, p. 115.

l'accordo di *netting* concluso nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento (poiché in questo caso tutte le *transactions* successivamente concluse rientreranno nel limite temporale dell'art. 56, comma 2), nonché con riferimento a tutte le *transactions* concluse nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, quando il *master* agreement sia stato concluso anteriormente.

Il secondo ordine di questioni riguarda la potenziale violazione dell'art. 67 l. fall.. Occorre infatti tenere presente che secondo la giurisprudenza la compensazione volontaria potrebbe essere in concreto utilizzata come mezzo anormale di pagamento 101 e quindi rientrare nella previsione dell'art. 67 l. fall., comma 1, n. 2), il quale prevede la revoca degli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o altri mezzi normali di pagamento se compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, salva la prova dell'ignoranza dello stato di insolvenza. Gli organi della procedura potrebbero quindi avvalersi di questa disposizione per sindacare agevolmente l'opponibilità al fallimento delle compensazioni effettuate nei due anni precedenti, con l'effetto di creare una gravissima incertezza su posizioni ormai acquisite.

Il giudizio sui rapporti tra questa disposizione e le soluzioni di diritto positivo proposte, e ora attuate, è molto complesso in quanto coinvolge la scelta, di natura essenzialmente politica, del soggetto su cui debba gravare il peso dell'insolvenza dell'intermediario finanziario. Da un lato sono certamente condivisibili le preoccupazioni che hanno animato le autorità di vigilanza, le associazioni di categoria e la dottrina a proporre soluzioni al problema sopra indicato, comune a diverse legislazioni in materia di insolvenza, che in sintesi mirano all'inapplicabilità della norma ai casi di insolvenza nel mercato *OTC*. D'altra parte una così drastica soluzione finisce per vanificare del tutto la funzione dell'art. 67 l. fall. che è quella di tutelare la

Mentre la compensazione giudiziale ha ricevuto riconoscimento in sede concorsuale (Cass., sez. un., 16-11-1999, n. 775, in Gazzetta giur., 1999, fasc. 46, 77; Cass., sez. I, 06-09-1996, n. 8132, in Foro it., 1997, I, 165, n. FABIANI; Fallimento, 1997, 199, n. GIACALONE; Trib. Perugia, 12-10-1993, in Rass. giur. umbra, 1994, 57) per la compensazione volontaria il discorso è assai più articolato. Secondo la giurisprudenza costante infatti il c.d. pactum de compensando, cioè il contratto con il quale il debitore e il creditore convengono che i crediti di una delle parti vengano utilizzati dall'altra per compensare i debiti della stessa, è revocabile in quanto mezzo di pagamento anomalo (così Cass., sez. I, 04-11-1998, n. 11057, in Fallimento, 1999, 1196; App. Palermo, 08-03-1991, in Giur. comm., 1992, II, 471; Cass., 16-09-1986, n. 5621, in Fallimento, 1987, 161)

massa contro comportamenti fraudolenti o comunque gravemente colposi delle parti del contratto.

5. La c.d. zero hour rule. Per zero hour rule si intende la regola che, nell'ambito della legislazione nazionale sull'insolvenza, indica il momento di apertura della procedura nei confronti di tutti i soggetti interessati. Il modo in cui la materia è regolata ha creato non poche preoccupazioni sia a causa dell'imprecisione della legislazione in materia sia in considerazione dell'attuale struttura organizzativa dei sistemi di settlement e di gestione accentrata.

Per quanto riguarda i profili di diritto interno, limitando l'esame alla legislazione italiana sono note le difficoltà poste dal sistema degli artt. 17 e 18 l. fall. 102, a cui si

Molto meno lineari sono state le pronunce sul momento a partire dal quale l'insolvenza del debitore diventa opponibile ai terzi. La Corte Costituzionale con sentenza del 6 giugno 1995, n. 228, in Foro it., 1995, I, 3040 ha ritenuto "infondata la questione di legittimità costituzionale degli art. 42 e 44 l. fall. in relazione all'art. 17, nella parte in cui non prevedono che gli effetti nei confronti dei terzi che contraggono con il fallito si producano solo dopo l'affissione della istanza, in riferimento all'art. 24 cost.". D'altra parte la Cass. sez. I con ordinanza del 16-12-1996, n. 1004, in Foro it., 1997, I, 2201 ha considerato non manifestamente infondata "la questione di legittimità costituzionale dell'art. 44 l. fall. in relazione all'art. 17, nella parte in cui non prevede che gli effetti nei confronti dei terzi che contraggono con il fallito si producano solo dopo l'affissione della sentenza, in riferimento all'art. 3 cost.". Nel silenzio della legge fallimentare la giurisprudenza ha in genere fatto riferimento alla data del deposito della

Il problema del dies a quo degli effetti della dichiarazione di insolvenza ha formato oggetto di un lungo iter giurisprudenziale che ha coinvolto, in più occasioni, la stessa Corte Costituzionale. Le conclusioni a cui la giurisprudenza perviene differiscono a seconda che gli effetti si riferiscano al debitore e ai terzi. Dopo la sentenza della Corte Costituzionale 27 novembre 1980, n. 151, che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 18, comma 1 l. fall. "nella parte in cui non prevede che il termine di quindici giorni per fare opposizione decorra per il debitore dalla affissione della sentenza che ne dichiara il fallimento" la giurisprudenza sia di legittimità che di merito ha ritenuto prevalentemente che il termine per l'opposizione decorra dalla comunicazione dell'estratto della sentenza ai sensi dell'art. 17, comma 1: si sono espresse in questi termini Cass., sez. I, 09-01-1998, n. 122, in Foro it., 1998, I, 413; Cass., sez. un., 03-06-1996, n. 5104, in Foro it., 1996, I, 2301; Cass., sez. I, 09-07-1993, n. 7562, in Foro it., 1994, I, 811; Cass., sez. I, 12-11-1993, n. 11181, in Fallimento, 1994, 364; Cass., sez. I, 09-07-1993, n. 7562, in Foro it., 1994, I, 811; A. Roma, 30-10-1990, in Temi romana, 1990, 488; T. Roma, 28-12-1982, in Dir. fallim., 1983, II, 916; Cass., 07-11-1981, n. 5876, in Mass. Foro it., 1981.

aggiunge la non uniformità della disciplina della materia, cioè il fatto che le norme in materia variano a seconda che si tratti dell'insolvenza un'impresa bancaria o assoggettata alle regole dell'art. 82 del T. U. B., ovvero di un impresa diversa da queste e ancora a seconda del tipo di procedura concorsuale considerata.

Questo sistema appare pienamente giustificato nel caso in cui i soggetti interessati risiedano nello stesso circondario di tribunale o, nei casi di provvedimenti di liquidazione coatta nello stesso stato, nel quale risiede il soggetto insolvente. La situazione si complica notevolmente quando i soggetti interessati risiedano in altri ordinamenti giuridici, come spesso accade nel caso in cui il soggetto insolvente fosse membro di un sistema di settlement. In questo caso la conoscenza tardiva dell'apertura della procedura concorsuale da parte del sistema di settlement potrebbe consentire al sistema di comprendere nelle operazioni di settlment anche transazioni che l'insolvente abbia compiuto nel periodo immediatamente successivo alla dichiarazione di insolvenza, con conseguenze sistemiche gravissime nel caso in cui gli organi della procedura riescano ad ottenere la dichiarazione di inefficacia delle transazioni compiute dopo l'apertura della procedura. Di qui l'esigenza, segnalata dalle autorità di vigilanza, di regole ad hoc che mettano i gestori dei sistemi di settlment nella condizione di conoscere immediatamente l'apertura della procedura di insolvenza.

A queste preoccupazioni se ne aggiungono altre legate all'eventuale struttura cross – border del settiment e alla mancanza di uniformità legislativa sul problema della zero hour. Infatti all'atto dell'adesione al sistema i membri sottoscrivono un accordo che individua anche la legge applicabile al rapporto tra il membro ed il gestore del sistema, per cui il giudice dell'insolvenza potrebbe dover giudicare se l'apertura della procedura vada considerata opponibile al gestore del sistema in base alla legge applicabile alla procedura ovvero in base alla legge scelta dalle parti nel contratto che

sentenza in ossequio alla regola generale dell'art. 133 c. p. c.: si esprimono in questi termini con riferimento agli artt. 42 e 44 l. fall. T. Firenze 20-12-1995, in *Toscana giur.*, 1996, 51; Cass., 13-12-1988, n. 6777, in *Giur. it.*, 1989, I, I, 1348; Cass., 07-07-1981, n. 4434, in *Giur. it.*, 1982, I, 1, 25; A. Roma, 26-09-1980, in *Fallimento*, 1981, 674; mentre Cass., sez. I, 16-04-1992, n. 4705, in *Fallimento*, 1992, 911 usa questo criterio ai fini della determinazione del periodo sospetto.

In merito alle modalità con cui i terzi vengono a conoscenza della sentenza dichiarativa del fallimento, la giurisprudenza ha finora confermato l'opponibilità erga omnes delle sentenze pubblicate nelle forme previste dalla legge fallimentare, a prescindere dall'effettiva conoscenza da parte del terzo: Cass., 16-01-1991, n. 334, in *Fallimento*, 1991, 592; T. Torino. Torino, 15-11-1984, in *Fallimento*, 1985, 434, nota di MILLOZZA.

regola i rapporti con il gestore del sistema di settlment. In questo caso non appare nemmeno scontata la soluzione indicata nei paragrafi successivi, perché ad esempio la legge a cui le parti hanno fatto rinvio potrebbe prevedere regole ancora più rigorose di quelle applicabili alla procedura.

6. I problemi di diritto internazionale privato. Il limite dell'ordine pubblico. I problemi sopra indicati potrebbero, in linea di principio, essere agevolmente elusi dalle parti del master agreement assoggettando il contratto ad una legge che riconosca la validità degli accordi di netting e la loro opponibilità alle procedure concorsuali, e in effetti questo è ciò che accade nella pratica. Le parti sono autorizzate a compiere questa scelta dalla Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali la quale stabilisce, all'art. 3 che "[i]l contratto è regolato dalla legge scelta dalle parti".

Occorre però considerare che la scelta delle parti, pur essendo perfettamente valida ed efficace, è soggetta al limite generale di cui all'art. 16 della Convenzione che stabilisce che "[I]' applicazione di una norma di legge designata dalla presente convenzione può essere esclusa solo se tale applicazione sia manifestamente incompatibile con l'ordine pubblico del foro". Tra le norme che concorrono alla formazione dell'ordine pubblico interno 103 figurano le norme in materia di insolvenza. Ne consegue che il giudice che ha giurisdizione sull'insolvenza di una delle parti del

ordine pubblico economico sono stati esaminati dalla dottrina con specifico riferimento alle regole di set – off accolte dall'ordinamento che regola l'insolvenza. Sui termini generali della questione si veda P. R. Wood, English and International Set – off, London, 1989, p. 5 ss.. Per quanto attiene alla disciplina della compensazione in sede fallimentare all'interno della legge inglese (Rule 4.90 delle Insolvency Rules 1986), con riferimento alla quale il problema si è originariamente posto, la giurisprudenza ne ha sancito l'inderogabilità (British Eagle International Airlines Ltd. v Compagnie Internationale Air France, in WLR, 1975, p. 758. In argomento, oltre a J. Benjamin, op. cit., p. 127 ss., P. Wood, Law and Practice of International Finance, Outright Collateral Transfer, Derivatives, Securitisations, Set – off and Netting, London, 1995, p. 125 ss..

Sul limite generale dell'ordine pubblico nell'ordinamento giuridico italiano: P. MENGOZZI, Diritto internazionale privato italiano, Torino, 1987, p. 65 ss.; E. VITTA, Diritto internazionale privato, I, cit., p. 380 ss.; G. BALLADORE – PALLIERI, Diritto internazionale privato italiano, cit., p. 117 ss.,; R. NOVA, Legge straniera e controllo di costituzionalità, in Foro pad., 1955, IV, c. 1 ss.; R. MONACO, L'efficacia della legge nello spazio, Torino, 1964, p. 102.

master agreement potrà giudicare sulla opponibilità del contratto alla procedura non in base alla legge scelta dalle parti ma in base al proprio diritto nazionale e pertanto le norme sfavorevoli alla validità o alla opponibilità alla procedura degli accordi di netting riprenderanno vigore con tutti i problemi e le incertezze sopra segnalati.

7. Il coordinamento tra le procedure concorsuali. Il regolamento (CE) n. 1346/2000 del Consiglio del 29 maggio 2000 relativo alle procedure di insolvenza. Un'ulteriore problema al quale in questa sede possono essere dedicate solo alcune brevi considerazioni è quello del coordinamento tra le procedure concorsuali aperte in diversi ordinamenti giuridici nei confronti del medesimo soggetto.

È normale infatti che data l'attuale struttura del mercato finanziario l'insolvenza di un intermediario finisca per coinvolgere più ordinamenti giuridici. Da questo deriva la necessità del coordinamento tra le procedure concorsuali aperte nei diversi stati.

Il limite dell'ordine pubblico costituisce il più importante ostacolo al coordinamento tra le diverse procedure, poiché grazie ad esso i giudici degli stati interessati tenderanno a far prevalere la soluzione più conveniente per i creditori residenti nel proprio ordinamento giuridico pregiudicando così non solo i creditori stranieri ma soprattutto le ragioni dell'intero ceto creditorio, spesso non rendendosi nemmeno conto che l'apparente vantaggio di una scelta favorevole ai creditori nazionali potrebbe causare una diminuzione patrimoniale destinata a ripercuotersi sull'intero attivo.

La materia del coordinamento tra le procedure di insolvenza forma oggetto di vari atti internazionali.

Il primo in ordine di tempo è la Convenzione di Bruxelles relativa alle procedure di insolvenza del 3 novembre 1995, mai entrata in vigore. Ad essa è succeduto il Regolamento del Consiglio UE n. 1346 del 29 maggio 2000, che nella sostanza riproduce il contenuto della Convenzione il quale è direttamente applicabile negli stati membri 104.

Per un commento sulla Convenzione si vedano S. M. CARBONE, Il c.d. fallimento internazionale tra riforma italiana del d.i.p. e normativa di diritto uniforme, in Dir. Comm. Int., 1998, p. 663 ss.; C. DORDI, La Convenzione dell'Unione Europea sulle procedure di insolvenza, in Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 1997, p. 333 ss.; S. GUZZI, La Convenzione comunitaria sulle procedure di insolvenza: prime osseivazioni, in Dir. Comm. Int., 1997, p. 901 ss..

Il regolamento, pur non essendo applicabile alle procedure di insolvenza che riguardano intermediari finanziari in virtù della limitazione dell'ambito di applicazione contenuta nell'art. 1, paragrafo 2, ha una diretta rilevanza nelle ricostruzione della disciplina dell'insolvenza del mercato *OTC* perché come si è detto anche soggetti che non sono intermediari finanziari possono essere parte dei contratti descritti nel capitolo primo e pertanto il modo in cui la loro insolvenza viene regolata incide direttamente sulla posizione della loro controparte che sia, invece, un intermediario finanziario.

La regola fondamentale sulla determinazione della legge applicabile alla procedura è contenuta nell'art. 4, che assoggetta la procedura di insolvenza alla legge dello stato in cui essa è stata aperta (c.d. Stato di apertura). Il regolamento individua poi la legge applicabile ai singoli aspetti sostanziali o processuali della procedura di insolvenza. Con riferimento alle materie che formano oggetto del presente lavoro si rileva quanto segue.

L'art. 5, paragrafo 1 stabilisce che l'apertura della procedura di insolvenza non pregiudica i diritti reali del creditore o del terzo su beni materiali o immateriali, mobili o immobili, "siano essi beni determinati o universalità di beni indeterminati variabili nel tempo di proprietà del debitore che al tempo dell'apertura nella procedura si trovano nel territorio di un altro stato membro". La norma si inserisce nel contesto della disciplina delle garanzie finanziarie poiché, in considerazione della sua ampiezza, essa comprende certamente anche le garanzie su strumenti finanziari in regime di

Sul regolamento si vedano R. Caponi, Il regolamento comunitario sulle procedure di insolvenza, in Foro it., V, 2002, p. 220 ss.; L. Daniele, Legge applicabile e diritto uniforme nel regolamento comunitario relativo alle procedure di insolvenza, in Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 2002, p. 33 ss.; M. De Cristofaro, Il regolamento CE n. 1346/2000 relativo alle procedure di insolvenza, in Ferrari (a cura di), Le convenzioni di diritto del commercio internazionale, Milano, 2002, p. 375 ss.; S. Di Amato, Le procedure di insolvenza nell'Unione Europea: competenza, legge applicabile ed efficacia transfrontaliera, in Il fallimento, 2002, p. 603 ss.; L. Fumagalli, Il regolamento comunitario sulle procedure di insolvenza: competenza internazionale, legge applicabile e riconoscimento delle decisioni straniere, in Riv. Dir. Proc., 2001, p. 677; L. Panzani, Il regolamento sulle procedure di insolvenza, in Contratto e impresa – Europa, 2002, p. 436 ss.; G. Pisciotta, Il regolamento (CE) 1346/2000 e il suo impatto sull'ordinamento italiano, in Europa e Diritto, 2001, p. 413 ss.; Quierolo, L'evoluzione dello spazio giudiziario europeo: in particolare la disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza, in Comunicazioni e studi, XXII, 2002, p. 903; V. Starace, La disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza: giurisdizione ed efficacia delle sentenze straniere, in Riv. Dir. Int., 2002, p. 295 ss..

subdeposito attuate mediante una scrittura contabile. Questa lettura della norma è espressamente confermata da quanto dispone l'art. 9 del Regolamento il quale nell'indicare la legge applicabile agli effetti della procedura di insolvenza sui sistemi di pagamento, di regolamento o su un mercato finanziario fa salva la previsione dell'art. 5.

Purtroppo l'art. 5 non contribuisce alla chiarezza della disciplina e si può anzi affermare che, per molti versi, essa aggrava la confusione della materia della legge applicabile alle garanzie finanziarie. In primo luogo l'art. 5 manca di indicare il locus rei sitae degli strumenti finanziari dematerializzati, con ciò riproponendo tutti i problemi esaminati nel secondo capitolo. In secondo luogo l'art. 5 si sovrappone alla disciplina delle garanzie finanziarie contenuta nell'art. 9 della direttiva sulla settlment finality con un ambito di applicazione potenzialmente identico, nel caso in cui il beneficiario della garanzia sia un intermediario finanziario o comunque un impresa che ricade nell'ambito di applicazione della direttiva sulla settlement finality, ma facendo ricorso ad un criterio di collegamento diverso, cioè il locus rei sitae anziché il PRIMA.

L'art. 6 del Regolamento prevede che l'apertura della procedura di insolvenza non pregiudica il diritto del creditore di invocare la compensazione quando la compensazione è consentita dalla legge applicabile al credito del debitore insolvente. La norma sembra quindi stabilire che quando le parti hanno assoggettato a una legge che riconosce la compensazione il contratto da cui deriva il credito del debitore insolvente, la compensazione è ammissibile.

L'art. 9 del Regolamento, confermando la regola dell'art. 8 della direttiva sulla settlement finality, stabilisce che gli effetti dell'insolvenza sul sistema di settlement sono regolati dalla legge applicabile al sistema. A differenza di della regola dettata in materia di settlement finality il Regolamento fa salva l'applicazione dell'art. 5 del Regolamento, cioè la regola del locus rei sitae per i diritti reali sugli strumenti finanziari immessi in regime di deposito accentrato. La salvezza dell'art. 5 contraddice tuttavia la regola dell'art. 8 della direttiva sulla settlement finality che, come si dirà, ha portata generale essendo la regola applicabile ai tutti i diritti e obblighi derivanti dalla partecipazione al sistema. Come si è detto, inoltre, la regola contenuta nell'art. 5 del Regolamento e quella contenuta nell'art. 9 della direttiva sulla settlement finality divergono profondamente.

Un aspetto molto importante della disciplina delle materie sopra indicate è l'espressa salvezza delle norme della legge applicabile alla procedura in materia di nullità, annullamento e opponibilità alla procedura a cui fanno riferimento l'art. 5, paragrafo 4 e l'art. 6 paragrafo 2. Uno dei principali limiti, sia in termini di equità che di tecnica legislativa, della disciplina positiva delle contratti di garanzia finanziaria e del

netting è l'intenzionale mancanza di attenzione per la tutela dei creditori rispetto a comportamenti per loro lesivi posti in essere dall'insolvente con terze parti. Come si dirà diffusamente nei capitoli successivi, nella direttiva sulla settlment finality, questo si è tradotto nella tutela ad oltranza contro questo tipo di comportamenti, mentre nella direttiva sul collaterale la tecnica legislativa è carente al punto da far dubitare della possibilità per i creditori di tutelare le proprie ragioni nelle forme previste dalla legge fallimentare. Il regolamento invece supera questa logica sancendo che la tutela dei terzi avrà luogo nelle forme previste dalla legge del luogo di apertura della procedura concorsuale.

Le uniche perplessità riguardano l'art. 9, paragrafo 2 il quale prevede la salvezza delle norme in tema di nullità, annullamento e opponibilità alla procedura previste dalla legge applicabile al sistema di settlment o al mercato finanziario in questione. Il che rischia di essere un rinvio circolare: infatti il Regolamento si applica agli stati membri, i quali a loro volta hanno dato o daranno attuazione alla direttiva in materia di settlment finality, quest'ultima rinvia di fatto alla legge degli stati membri i quali sono tenuti a osservare le regole sostanziali della direttiva che negano espressamente ogni forma di tutela contro l'utilizzo abusivo delle disposizioni della direttiva stessa.

## CAPITOLO IV

LE POSSIBILI SOLUZIONI AL PROBLEMA DEL *LEGAL RISK* DEI SISTEMI PER IL CONTROLLO DELL'ESPOSIZIONE CREDITIZIA E DELLE GARANZIE FINANZIARIE

Sommario: 1. Introduzione; Sezione Prima: Il Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries; 2.1. Il Rapporto Lamfalussy. I vantaggi economici dell'impiego del netting. I problemi giuridici in generale; 2.2. Le raccomandazioni di policy; 2.3. L'impatto dei sistemi di netting sui rischi di credito, di liquidità e sistemico. I third party effects; 2.4. L'importanza della legal enforceability; Sezione Seconda: La posizione del Contact Group del Fondo Monetario Internazionale in materia di Insolvency Arrangements and Contract Enforceability; 3.1. Le conclusioni del Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System. Le procedure di insolvenza domestiche; 3.2. segue. Le procedure concorsuali cross - border; 3.3. Le appendici. L'Appendix A. Cross -Border Aspects of Insolvency; 3.4. segue. L'Appendix B: Survey Results; Sezione Terza: il Giovannini Group, 4.1. Il primo rapporto Giovannini, 4.2. Le barriere relative alla certezza legale in generale; 4.3. La Barrier 13: l'assenza di un quadro normativo comunitario per la disciplina dei diritti su strumenti finanziari; 4.4. La Barrier 14: Le differenze nazionali nella regolamentazione del netting bilaterale delle transazioni finanziarie; 4.5. La Barrier 15: mancanza di regole di diritto internazionale private uniformi; 5.1. Il secondo Rapporto Giovannini: 5.2. La rimozione delle singole barriere legali. Il EU Securities Account Certainty project; 5.3. Il futuro assetto del mercato del clearing e del settlment all'interno dell'Unione Europea.

1. Introduzione. Oggetto di questo capitolo è l'analisi delle conclusioni raggiunte da parte di alcuni organismi istituzionali sulle possibili soluzioni ai problemi esaminati nei capitoli precedenti. Essa appare necessaria per comprendere i limiti alle scelte compiute in sede di elaborazione delle norme in materia, il cui studio forma oggetto dei

A questo dato va aggiunta l'influenza di tali conclusioni nella redazione dei testi legislativi dovuta sia allo specifico ruolo istituzionale di questi organismi, sia alla loro importanza nel dibattito dottrinale sulle possibili soluzioni al legal risk.

capitoli successivi, sotto il profilo della tutela dei terzi e della capacità del diritto vigente di offrire risposte adeguate al legal risk.

I documenti presi in considerazione si occupano dei profili economici del ricorso ai sistemi per il controllo dell'esposizioni creditizia e di quelli più strettamente giuridici o di vigilanza. Sotto il profilo economico emergono sia i vantaggi, rappresentati dalla maggiore liquidità del mercato finanziario conseguente ai minori costi di regolamento, sia gli svantaggi, legati alla maggiore facilità con cui le crisi si possono propagare, dell'utilizzo delle diverse forme di netting. Ma soprattutto vengono messi in evidenza i problemi legati all'assenza di una solida base legale per i sistemi di netting, essenzialmente rappresentati dalla maggiore opacità nel funzionamento della fase del regolamento delle operazioni e di conseguenza dalla difficoltà di valutare con precisione l'entità delle esposizioni creditizie. I problemi giuridici vengono poi esaminati in modo analitico distinguendo tra quelli che possono essere risolti de jure condito (ad esempio il riconoscimento del set – off) e quelli che richiedono una soluzione de jure condendo (rapporto con le procedure concorsuali, diritto applicabile etc.).

Emerge inoltre il problema del conflitto tra diverse categorie di creditori, cioè tra i creditori non garantiti dell'insolvente e le controparti dell'insolvente in un accordo di netting. Come si dirà nei capitoli successivi questa posizione di disinteresse per i creditori dell'insolvente rappresenta un tratto tipico delle legislazioni in essere.

I documenti presi in considerazione sono il c.d. Rapporto Lamfalussy redatto da un gruppo di lavoro istituito nell'ambito della Banca dei Regolamenti Internazionali, il rapporto redatto dal Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System, istituito nell'ambito del Fondo Monetario Internazionale, e le conclusioni raggiunte dal Giovannini Group nei due rapporti da questo stilati sui problemi del clearing e del settlment cross – border.

Sezione Prima: Il Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries

2.1. Il Rapporto Lamfalussy. I vantaggi economici dell'impiego del netting. I problemi giuridici in generale. Il Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries del 1990, noto con il nome di Rapporto Lamfalussy dal nome del Presidente del Comitato (da ora indicato come Rapporto), è il frutto di un approfondimento, voluto dai Governatori delle Banche

Centrali dei paesi del gruppo del G-10, dei problemi posti dai cross-border e dai multi currency netting agreements messi in luce dall'Angell Report e delle possibili soluzioni legislative. L'Angell Report aveva infatti analizzato i rischi sopportati dai partecipanti a sistemi bilaterali e multilaterali di compensazione e le conseguenze che i sistemi di compensazione producono sui sistemi interbancari di regolamento, sulla politica monetaria e sul comportamento degli operatori del mercato interbancario  $^{106}$ .

Il Rapporto esamina in primo luogo i vantaggi connessi all'utilizzo del netting bilaterale o multilaterale, rappresentati dalla considerevole riduzione del numero e del controvalore complessivo dei pagamenti tra gli intermediari finanziari, con conseguente riduzione dei rischi di regolamento e abbassamento dei relativi costi. Ma è soprattutto sulla riduzione dell'esposizione creditizia, e di liquidità, consentita dal netting che il rapporto si sofferma concludendo che solo la presenza di una solida base legale permette al netting di svolgere tale funzione. Mancando questa condizione non solo non è possibile ridurre le esposizioni creditizie, ma il netting finisce per oscurare il livello effettivo dell'esposizione, contribuendo all'aggravamento del rischio sistemico.

Quanto ai rischi di natura economica posti dal ricorso a sistemi di *netting*, si osserva che anche quando le esposizioni vengono effettivamente ridotte, il *netting* può determinare lo spostamento e la concentrazione dei rischi in modo da accrescere il rischio sistemico attraverso l'aumento della probabilità che l'inadempimento di un'istituzione finanziaria possa propagarsi agli altri partecipanti al sistema<sup>107</sup>.

Per Angell Report si intende BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Report on Netting Schemes prepared by the Group of Experts on Payment Systems of the Central Bank of the Group of Ten Countries, Basle, 1989. Il rapporto esamina in particolare i rischi di natura finanziaria impliciti nel ricorso agli accordi di netting. Con riferimento al rischio legale, il rapporto da atto che il funzionamento degli accordi è legato all'esistenza di un quadro regolamentare che ne riconosca l'efficacia, senza però condurre un'analisi approfondita del problema.

Il rapporto analizza poi l'adeguatezza dei diversi sistemi di netting multilaterale rispetto alla finalità del contenimento del rischio, cioè se siano più efficienti i sistemi che ricorrono a una controparte centrale rispetto a quelli decentrati nei quali, nel caso di default di un partecipante, le perdite connesse alla sua esposizione netta nei confronti della controparte centrale sono allocate pro quota tra gli altri partecipanti al sistema. In linea teorica entrambi i sistemi presentano vantaggi e svantaggi: nei sistemi accentrati, che ricorrano all'imposizione di garanzie collaterali, esiste una maggiore garanzia nei confronti del rischio sistemico, ma al costo dell'uso del collaterale. Nei sistemi decentrati questo costo non è presente, ma il buon fine del regolamento non è garantito nella stessa misura. Questi sistemi

2.2. Le raccomandazioni di policy. I problemi sopra individuati sono alla base dei Minimum Standards che i sistemi di netting, bilaterale o multilaterale, debbono possedere. Lo scopo dichiarato dei Minimum Standards è la creazione di un punto di riferimento in base al quale le autorità di vigilanza competenti possano giudicare l'efficienza di un sistema di netting in relazione ai problemi indicati. Gli standard sono i seguenti: i) i sistemi di netting devono avere una solida base legale in tutti gli ordinamenti giuridici interessati; ii) i partecipanti ai sistemi di netting devono avere una chiara comprensione dell'impatto del sistema su ciascuno dei rischi finanziari interessati dalle procedure di netting; iii) i sistemi a base multilaterale debbono fondarsi su procedure chiare per la gestione dei rischi di credito e di liquidità che specifichino le rispettive responsabilità del gestore del sistema e dei partecipanti. Queste procedure debbono garantire che tutti i soggetti interessati abbiano gli incentivi e la capacità di gestire e di limitare i rischi da essi sopportati, e l'esistenza di limiti al massimo livello di esposizione creditizia che può essere prodotta da ciascun partecipante; iv) i sistemi a base multilaterale debbono garantire il regolamento tempestivo dei regolamenti giornalieri nel caso in cui il partecipante con la maggiore esposizione a debito non sia in grado di provvedere al regolamento; v) i sistemi a base multilaterale debbono predisporre criteri pubblici ed oggetti per l'ammissione, che consentano l'accesso libero e non discriminatorio; vi) tutti i sistemi di netting debbono garantire l'affidabilità tecnica dei propri sistemi e l'esistenza di sistemi di back - up che permettano il completamento delle operazioni in corso nella giornata.

La responsabilità principale per l'esistenza di adeguate garanzie sotto il profilo operativo, della liquidità e del credito dei sistemi di compensazione e regolamento è

possono essere combinati con la previsione di garanzie collaterali per l'adempimento degli obblighi nei confronti del sistema in caso di crisi.

L'ultimo aspetto preso in considerazione dal rapporto è l'impatto del netting sulla politica monetaria e sulla vigilanza sui sistemi di pagamento. Il netting non è considerato di per sé idoneo a pregiudicare l'efficacia degli strumenti di politica monetaria nel lungo periodo, ma il rapporto ritiene che esso possa incidere sulla gestione corrente della politica monetaria. In particolare potrebbe essere complicato per una Banca Centrale vigilare in modo efficace sulle procedure di gestione della liquidità di un cross – border o di un multi – currency netting system che abbia sede all'estero ma il cui funzionamento possa influire sul funzionamento del regolamento delle operazioni compiute nel mercato interbancario nazionale.

posta a carico dei partecipanti. Il fatto che gli *standard* minimi siano stati predisposti da banche centrali non deve generare il convincimento che in caso di problemi di funzionamento le banche centrali interverranno con misure di salvataggio (c.d. *moral hazard*).

Sebbene gli standard siano stati pensati con riferimento al netting e al settlment degli ordini interbancari di pagamento e delle transazioni del mercato dei cambi, essi costituiscono anche il punto di partenza per l'elaborazione delle norme sulle procedure di gestione del rischio relativo al regolamento di operazioni su altri strumenti finanziari.

2.3. L'impatto dei sistemi di netting sui rischi di credito, di liquidità e sistemico. I third party effects. Nel valutare l'impatto del netting sui diversi rischi connessi alla fase di settlment, il rapporto prende in considerazione i c.d. third party effects, cioè gli effetti che il pieno riconoscimento del netting comporta per i soggetti che non partecipano direttamente al funzionamento del sistema. Il pieno riconoscimento legale del netting può infatti tradursi in uno svantaggio per la posizione dei creditori privi di garanzie di un partecipante insolvente rispetto a quella dei partecipanti al netting, con la precisazione che tale pregiudizio è massimo nei sistemi che prevedano il pagamento di margini di garanzia: in questo caso infatti la procedura concorsuale viene privata di beni caratterizzati da un elevata liquidità, quali sono quelli che normalmente costituiscono l'oggetto dei margini di garanzia. Questo effetto del netting viene escluso dal Comitato con motivazioni, non perfettamente convincenti.

In primo luogo il Comitato osserva che la tesi del possibile pregiudizio per i creditori non garantiti si basa su un'analisi ex post compiuta dal punto di vista degli azionisti, degli altri investitori e dei depositanti di un partecipante insolvente che sia stato liquidato, mentre un'analisi ex ante (cioè condotta prima dell'insolvenza del partecipante al sistema) dei rischi di credito sopportati dai creditori non garantiti dei partecipanti al netting, dimostrerebbe che la riduzione delle esposizioni di cui beneficiano i partecipanti al netting si traduce in un beneficio per tutti i loro creditori non garantiti.

Il secondo argomento è rappresentato dal fatto che qualunque scelta compiuta circa l'efficacia degli accordi di netting finisce per avvantaggiare una categoria di creditori rispetto all'altra. Secondo il Comitato esiste infatti una relazione a somma zero tra la riduzione delle perdite dei partecipanti al netting e l'aumento del rischio di perdite da parte dei loro altri creditori non garantiti.

Infine gli effetti negativi potrebbero essere compensati da meccanismi di mercato, poiché gli investitori istituzionali possono domandare una remunerazione del maggior rischio sotto forma di maggiori guadagni, anche se si da atto che questa possibilità dipende dalla disponibilità di informazioni sul grado di ricorso al netting e al collaterale.

Come si è detto gli argomenti sopra riportati non appaiono del tutto convincenti. Da un lato va condivisa la conclusione secondo cui la maggiore affidabilità legale del netting accrescendo la fiducia nel funzionamento dei sistemi di regolamento agevola il funzionamento del mercato, accrescendone la liquidità. Riguardo agli altri argomenti deve esserne sottolineata la forte connotazione politica (resa evidente dall'affermazione secondo cui qualunque scelta venga fatta, questa pregiudicherà una categoria di creditori). A questo va aggiunto che gli argomenti di natura strettamente economica sono privi di supporto statistico.

2.4. L'importanza della legal enforceability. Come si è detto nel rapporto viene espressa l'opinione secondo cui l'effettiva riduzione delle esposizioni creditizie è possibile solo in presenza di una solida base legale a sostegno degli accordi di netting.

Il settori critici individuati dal rapporto sono quelli già presi in considerazione nei precedenti capitoli, cioè il riconoscimento della compensazione in sede concorsuale, il problema della definitività del pagamento, dell'individuazione della legge applicabile etc. Data l'importanza di tali problemi, il primo degli standard minimi è costituito dall'obbligo, imposto al gestore del sistema di netting e ai i partecipanti al sistema di netting, di assicurarsi che le caratteristiche giuridiche del sistema siano tali da garantime l'efficacia legale e allo stesso tempo, e di conseguenza, dall'obbligo dei partecipanti di esaminare la documentazione relativa alla partecipazione al sistema allo scopo di identificare le obbligazioni dirette e indirette che derivano dalla partecipazione.

Non essendo disponibili all'epoca del rapporto soluzioni normative specifiche al rischio legale, vengono formulate alcune raccomandazioni sulla valutazione dell'affidabilità legale degli accordi di netting. In particolare i partecipanti ad un accordo di netting vengono invitati a non fare affidamento sul fatto che le esposizioni nei confronti delle controparti siano pari al saldo degli ordini di pagamento non ancora regolati ovvero al saldo dei guadagni è delle perdite non realizzati, salvo che siano in possesso di pareri legali motivati che attestino che, in caso di azioni contro le posizioni nette, il giudice o l'autorità amministrativa aqua riterrà le esposizioni pari a detti importi: a) in base alla legge in cui la controparte è costituita e, se la controparte è la

sede secondaria di una banca straniera, anche in base alla legge dello stato in cui tale sede è collocata; b) in base alla legge che regola la singola transazione a cui si applica il netting; e c) in base alla legge che regola i contratti o gli accordi necessari per rendere efficace il netting.

In considerazione delle difficoltà concrete degli accertamenti necessari ad acquistare la certezza sull'efficacia degli accordi da un lato, e della gravità delle conseguenze che deriverebbero dall'affidamento su un sistema di netting non funzionante dall'altro, il comitato invita i soggetti interessati a compiere una worst – case analysis. Ad esempio, nel caso di una succursale di una banca operante in un ordinamento straniero, se il netting è efficace in base alla legge dello stato ospitante ma non in base alla legge dello stato in cui ha sede la sede principale, allora non sarà possibile fare affidamento sull'efficacia del netting.

Gli accertamenti sulla *legal enforceability* degli accordi si estendono, nel caso in cui sia prevista una controparte centrale, alla natura di quest'ultimo soggetto.

## Sezione Seconda: La posizione del Contact Group del Fondo Monetario Internazionale

3.1. Le conclusioni del Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System. Le procedure di insolvenza domestiche. Il Contact Group on the Legal and Institutional Underpinnings of the International Financial System è un gruppo di lavoro costituito su iniziativa della Banca d'Italia nell'ambito del c. d. G – 10, allo scopo di esaminare le differenti legislazioni in materia di insolvenza (con un approccio mirato ai principi generali delle diverse legislazioni più che alle norme positive) e di individuarne gli aspetti critici in relazione alla materia delle transazioni finanziarie cross – border. L'analisi del documento finale redatto dal contact group nel 2002 (Insolvency Arrangements and Contract Enforceability) appare di grande importanza ai fini della comprensione dei modelli di coordinamento tra le legislazioni nazionali in materia di rapporti tra la disciplina dell'insolvenza e i contratti di garanzia finanziaria.

In primo luogo il rapporto prende in considerazione la struttura delle procedure concorsuali esistenti nei diversi ordinamenti giuridici, le quali possono essere raggruppate in due macro categorie: a) procedure basate sulla *liquidation*, cioè procedure che mirano alla realizzazione dell'attivo con la conseguente fine

dell'impresa; b) procedure basate sulla composition (o reorganisation), cioè procedure che mirano alla continuazione dell'impresa. Accanto a queste due tipologie di procedure si pongono le regole sull'insolvenza degli intermediari finanziari che in alcuni paesi ha un regime identico a quello ordinario, ma in molti altri è soggetta a regole speciali. Secondo gli autori la diversità di trattamento si giustifica per le seguenti ragioni: a) problemi di liquidità e quindi problemi di rischio sistemico posti dall'insolvenza degli intermediari finanziari; b) pervasive supervision, in quanto i poteri delle autorità di vigilanza sono talvolta così penetranti da rendere superfluo il ricorso a procedure concorsuali vere e proprie; c) firm – specific asset: a parte il capitale umano, il patrimonio delle banche è altamente fungibile (a differenza di quanto accade per altri tipi di impresa), ciò agevola le procedure di riorganizzazione; d) bank creditors: sono molto più numerosi di quelli di un'impresa normale (si pensi ai depositanti).

Il secondo profilo esaminato è rappresentato dall'obsolescenza di gran parte delle procedure di insolvenza, in quanto essendo state concepite tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo, sono totalmente inadeguate alle caratteristiche attuali del mercato finanziario: fenomeni quali la globalizzazione, la possibilità di concludere in tempo reale transazioni finanziarie etc. non sono riconducibili alle categorie tradizionali dell'insolvenza. Secondo i redattori del documento l'impiego dei c.d. carve – outs (es. le leggi sulla definitività dei pagamenti, o sull'efficacia delle garanzie finanziarie), cioè di adeguamenti episodici delle legislazioni esistenti per tenere conto delle nuove esigenze, costituisce uno strumento inadeguato.

3.2. segue. Le procedure concorsuali cross – border. Come si è detto nei capitoli precedenti i problemi posti dall'insolvenza cross – border sono riconducibili alla diversità tra gli ordinamenti giuridici nazionali in materia concorsuale. Collegati a questo sono numerosi altri problemi specifici dell'impresa finanziaria: la scelta della legge a cui sono assoggettati i beni dell'impresa e i suoi debiti e crediti (es. le parti potrebbero avere assoggettato la compensazione dei debiti e crediti nascenti dal contratto ad una legge differente rispetto a quella a cui è assoggettata l'insolvenza dell'impresa); la differenza nella legislazione applicabile all'insolvenza di un gruppo operante in più ordinamenti giuridici (il problema nasce dal fatto che mentre alcuni stati hanno consolidato la disciplina dell'insolvenza del gruppo, altri hanno scelto di lasciare alla legge a cui sono soggette le succursali la disciplina dell'insolvenza di queste ultime); l'esistenza di diversi tipi di carve – outs, poiché molti stati hanno deciso di risolvere i problemi di efficacia dei contratti finanziari, ma spesso la disciplina adottata

per i problemi varia da stato a stato; la necessità di regole sul conflitto di leggi uniformi sulla costituzione del collaterale.

La soluzione dei problemi sopra indicati richiede il coordinamento tra le diverse legislazioni nazionali che secondo il contact group può essere realizzato attraverso due modelli. Il primo è definito universal model, nella forma piena e modificata, che si fonda sull'idea della cooperazione tra una giurisdizione "principale", destinata a governare la procedura nel suo insieme, e una serie di giurisdizioni "ancillari", che disciplinano aspetti specifici della procedura (es. imposizione di moratorie, individuazione dei beni facenti parte del patrimonio dell'insolvente etc.). Nel modello universale pieno, i ruoli delle differenti giurisdizioni (principale e ancillari) sono predefiniti dalla legge; nel modello universale modificato la distribuzione del lavoro avviene sulla base della cooperazione tra giurisdizione (c.d. comity of law). Nel territorial model, ciascuna giurisdizione opera indipendentemente dalle altre.

3.3. La contract enforceability. Il documento finale elaborato dal Contact Group è accompagnato da due appendici - A<sup>108</sup> e B - nelle quali vengo rispettivamente

Nella Appendix A, intitolata Cross - Border Aspects of Insolvency vengono esaminate le possibili forme di coordinamento delle legislazioni in material di insolvenza. L'attività cross - border degli intermediari finanziari pone alcuni rischi specifici rispetto a quelli posti in generale dall'insolvenza cross - border, e che sono essenzialmente rappresentati dal settlement risk, cioè "the risk a bank would face if its counterparty failed to effect a payment or a delivery of securities because of insolvency, leading to the lack of settlement of the transaction", e dal systemic risk cioè "the risk that the failure of a participant to meet its contractual obligations may in turn cause other participants to default, with the chain reaction leading to broader financial difficulties" (a definizione è contenuta in BIS, 64th annual report, p. 177; sul rischio sistemico VIRAL ACHARYA, A theory of systemic risk and design of prudential banking regulation, p. 1. Questi problemi sono normalmente aggravati da una serie di circostanze dipendenti dalla limitazione spaziale delle leggi in tema di insolvenza (vengono indicate le seguenti circostanze: a) i beni dell'insolvente possono trovarsi all'estero; b) le filiali estere di un'impresa insolvente possono a loro volta essere insolventi; c) più procedure concorsuali possono essere aperte in stati diversi nei confronti del medesimo soggetto; d) i creditori possono essere tentati dal forum shopping, cioè dalla possibilità di usufruire di un regime più favorevole nel caso di insolvenza; e) manca uniformità normativa su aspetti considerati secondari, ma che in realtà non lo sono, come ad es. il caso del gruppo multinazionale insolvente; f) non esiste uniformità nella disciplina del collaterale e del suo realizzo, nonché in generale sui contratti di garanzia finanziaria (netting e close - out arrangements).

esaminati i problemi posti dall'insolvenza cross – border e le soluzioni al problema dei rapporti tra insolvenza e contratti di garanzia finanziaria attualmente in essere nei diversi stati. Di seguito si da atto delle conclusioni in tema enforceability dei contratti di garanzia finanziaria 109.

Le risposte al questionario utilizzato per la ricerca hanno evidenziato una considerevole differenza nel trattamento che nei singoli stati è riservato alle questioni giuridiche poste dal rapporto tra contratti di garanzia finanziaria e disciplina dell'insolvenza.

Il primo quesito ha riguardato l'esistenza di un regime favorevole al set - off o al close - out netting, cui il riconoscimento comporta la certezza sulla possibilità di "cristallizzare" la transazione in un determinato momento; la possibilità di calcolare

Il Contact Group si occupa poi di identificare la legislazione in essere in materia di insolvenza cross - border degli intermediari finanziari. Tale legislazione risulta tuttavia caratterizzata da un notevole grado di complessità e di frammentazione. Al vertice della gerarchia delle fonti si pongono i trattati e le convenzioni internazionali, ma quelli in essere riguardano un numero esiguo di stati (sono essenzialmente due: la Nordic Bankruptcy Convention del 1933 che regola i rapporti tra paesi scandinavi, e le Convenzioni di Montevideo e Bustamante tra i paesi dell'America Latina). Il secondo sistema adottato per la soluzione dei problemi di coordinamento tra le legislazioni in materia è l'adozione di regole uniformi, consistenti nella predisposizione di Leggi - Modello da parte di organizzazioni internazionali seguite dall'adeguamento delle leggi nazionali a tali modello. Attualmente esistono in materia di insolvenza due Modelli, l'UNICITRAL (United Nations Commission on International Trade Law) Model Law on Cross- Border Insolvency (1997), ispirato al coordinamento e alla cooperazione tra le diverse procedure nazionali che però non si applica alle istituzioni finanziarie, e l'IBA's (International Bar Association) Cross - Border Insclvency Concordat, cir. però è priva di valore legale essendo espressamente qualificata come "road - map" destinata a guidare gli operatori nel caso di insolvenza cross - border, fornendo soluzioni ai problemi più comuni che la materia presenta. All'interno di questa categoria il Contact Group colloca anche la legislazione dell'Unione Europea.

L'Appendice B contiene una serie di conclusione relative agli *Insolvency Arrangements* basate sulle ricerche condotte nei paesi coinvolti nel *Contact Group* (Italia, Olanda, UK, USA, Giappone, UE) facendo uso di un questionario (*Questionnaire on the Resolution of Financial Institutions Through Insolvency Arrangements – June 2001*). Quest'ultimo ha evidenziato la presenza delle medesime tipologie di procedure concorsuali (sia pure, ovviamente con denominazioni differenti) relative alle imprese in generale. Con riferimento alle banche sono emersi due modelli: a) stati nei quali le banche sono soggette a un regime specifico; b) stati nei quali le banche sono soggette al regime generale, sia pure con adattamenti.

l'esposizione netta; l'impossibilità per gli organi della procedura di "cherry picking" tra contratti. In base alle risposte ottenute, gli ordinamenti presi in considerazione sono stati distinti in stati che riconoscono, quale regola di diritto comune la validità di dette clausole e stati che non riconoscono la validità in generale, ma che possiedono un regime speciale che ammette la validità e che è applicabile a determinati soggetti e contratti.

Il secondo gruppo di quesiti ha riguardato l'esistenza di regole sul collateral. Al riguardo il Contact Group ha rilevato che le regole nazionali sull'insolvenza possono porre due tipi di ostacoli al funzionamento delle regole contrattuali sul collaterale: a) imporre una sospensione nel pagamento del collaterale (in applicazione delle regole che in caso di insolvenza consentono gli organi della procedure di sospendere l'esecuzione dei contratti in essere); b) imporre la liquidazione del collaterale secondo determinate regole imperative. Il rischio specifico è l'alterazione della valutazione dell'esposizione netta verso la controparte insolvente. L'indagine ha dimostrato che in alcuni stati sono presenti i detti impedimenti, mentre in altri esistono regole speciali che ammettono il funzionamento delle clausole sul collaterale.

Dalle risposte alle domande è risultato inoltre che in tutti gli ordinamenti presi in considerazione sussiste il *recharacterisation risk*, il rischio che il *top up* e la *substitution* e l'uso del collaterale non trovino riconoscimento.

Sezione Terza: il Giovannini Group

4.1. Il primo rapporto Giovannini. Il Giovannini Group 110 (da ora indicato come "Gruppo") è stato istituito su mandato dell'UE con lo scopo di analizzare la struttura e il funzionamento dei sistemi di clearing e di settlement cross – border presenti all'interno dell'Unione Europea e per identificare le principali cause di inefficienza di tali sistemi rispetto a quelli nazionali. Il lavoro del Gruppo consta di due documenti, rispettivamente del 2001 e del 2003: nel primo vengono esaminate le ragioni dell'inefficienza mentre nel secondo vengono prese in considerazione le innovazioni necessarie a rimuovere tali cause e per la realizzazione del consolidamento del mercato

THE GIOVANNINI GROUP, Cross-Border Clearing and Settlement, Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001.

europeo dei servizi di clearing e di settlemen: cross – border. Come si accennato nell'introduzione al presente capitolo, l'esame delle conclusioni a cui è prevenuto il Gruppo sono molto importanti sia per l'individuazione dei problemi giuridici del settlement cross – border sia per la presumibile evoluzione delle soluzioni in atto dato che la legislazione comunitaria in essere viene considerata sotto diversi punti di vista inadeguata.

Il Gruppo ha identificato 15 barriere al funzionamento efficiente del clearing e settlement cross – border, ordinate all'interno di tre categorie (differenze nazionali nei requisiti tecnici e nelle prassi di mercato; questioni relative al trattamento fiscale delle singole fasi del clearing e del settlement; problemi relativi alla certezza legale delle operazioni)<sup>111</sup>. Di seguito vengono prese in considerazione le barriere legali.

4.2. Le barriere relative alla certezza legale in generale. Tra le barriere legali individuate, un rilievo centrale hanno quelle dipendenti dalle regole nazionali che disciplinano il funzionamento dei sistemi di settlment e di clearing e gli strumenti finanziari che formano oggetto delle contrattazioni<sup>112</sup>. Queste regole coinvolgono infatti aspetti fondamentali di un determinato ordinamento giuridico, come ad esempio l'acquisto della proprietà, che risultano di difficile ricostruzione quando a causa di una procedura di settlement o di clearing cross – border diverse culture e tradizioni giuridiche entrano in contatto<sup>113</sup>.

14

Gran parte dei problemi riscontrati sono riconducibili alla frammentazione (tecnologica, legale, nelle prassi) dei sistemi in essere. Questa è dovuta essenzialmente allo sviluppo di sistemi di regolamento nazionali, che tendono essenzialmente a identificarsi con i singoli stati membri. Questa circostanza complica in maniera considerevole la fase dei regolamenti (es. nel caso delle operazioni di borsa è necessario l'intervento di 14 differenti intermediari, contro i 5 necessari per un'operazione domestica) e di conseguenza si aggravano i rischi che il regolamento non vada a buon fine, tra cui quello legale.

il rapporto identifica altre due barriere: i limiti alla concorrenza (es. quelle che impongono di servirsi di un determinato gestore di servizi di clearing) e le differenze nel trattamento fiscale delle diverse fasi dell'operatività.

In merito a questo problema il BIS CPSS/IOSCO, Consultative Report on Recommendations for Securities Settlement Systems, Basle, 2001, ha affermato che: "The legal framework for an SSS must be evaluated in the relevant jurisdictions. These include the jurisdiction in which the system and its direct participants are established, domiciled or have their principal office and any jurisdiction whose laws

L'incertezza legale che ne deriva limita il funzionamento dei sistemi di regolamento soprattutto sotto il profilo dell'individuazione del titolare dello strumento finanziario in caso di controversia. Accanto a questo, fondamentale, motivo di incertezza legale il Gruppo ha preso in considerazione una serie di questioni collaterali ma che concorrono nell'insieme ad aggravare il legal risk implicito nell'utilizzo di sistemi di settlment e di clearing cross – border.

Rileva in primo luogo la diversità delle leggi nazionali che disciplinano gli strumenti finanziari, in particolar modo quelle relative alla condizione giudica delle azioni e degli strumenti di debito<sup>114</sup>.

Un ulteriore elemento di complessità, apparentemente banale ma che ha nella pratica un grande rilevo, è il tipo di linguaggio usato per descrivere le posizioni giuridiche soggettive verso strumenti finanziari in regime di subdeposito il quale non corrispondendo alle reale natura giuridica delle stesse (es. spesso si parla del *luogo* in cui gli strumenti finanziari si trovano, ovvero di trasferimento di un titolo da uno stato a un altro) potrebbe portare gli operatori a confidare in situazioni inesistenti.

Ancora, viene citato come fonte di rischio legale la fiducia che gli operatori ripongono nell'uso di operatori locali per il compimento di operazioni cross – border.

i 4.3. La Barrier 13: l'assenza di un quadro normativo comunitario per la disciplina dei diritti su strumenti finanziari. La mancanza di uniformità nella regolamentazione dei diritti di proprietà (e più in generale, dei diritti reali) su strumenti

govern the operation of the system as a result of a contractual choice of law. Relevant jurisdictions may also include a jurisdiction in which a security handled by the SSS is issued, jurisdictions in which an intermediary, its customer or the customer's bank is established, domiciled or has its principal office, or a jurisdiction whose laws govern a contract between these parties."

larga misura, il prodotto delle legislazioni nazionali e pertanto la legge del luogo di costituzione dell'emittente rileva a prescindere dal luogo in cui si svolgono le contrattazioni. Gli strumenti di debito hanno una disciplina meno complessa, soprattutto in relazione alla scelta regolatrice dell'emissione; ii) In alcuni ordinamenti dell'UE la proprietà degli strumenti finanziari e il diritto nei confronti del settlement system o dell'intermediario che detiene lo strumento finanziario sono considerate posizioni giuridiche diverse (riconducibili al diritto reale la prima, al diritto di credito il secondo) mentre in altri ordinamenti le posizioni giuridiche vengono considerate identiche; iii) Il differente regime del subdeposito.

finanziari in regime di subdeposito viene considerata la principale fonte di rischio legale nelle transazioni *cross – border*.

. . .

Connesso al problema della titolarità del diritto sugli strumenti finanziari è il problema della definitività dell'acquisto, cioè dell'individuazione di una regola che stabilisca con precisione il momento a partire dal quale un soggetto ha acquistato un diritto su uno strumento finanziario, in particolare nel caso di insolvenza di uno dei soggetti coinvolti nel trasferimento. Il Gruppo osserva che la (allora) proposta direttiva sui contratti di garanzia finanziaria supera questi problemi, ma allo stesso tempo è limitata ai soli strumenti finanziari costituti in garanzia e, soprattutto essa non offre una sufficiente garanzia contro l'abuso delle regole che sanciscono la definitività delle garanzia e addirittura contro comportamenti fraudolenti da parte dei partecipanti al mercato, si osserva infatti che "such reform would, however, give the impression of advantaging market participants over others".

- 4.4. La Barrier 14: Le differenze nazionali nella regolamentazione del netting bilaterale delle transazioni finanziarie. Anche negli ordinamenti che lo riconoscono, l'efficacia del netting è generalmente limitata da alcune condizioni (es. natura delle parti, natura del contratto, impiego di un determinato master agreement, etc.). Questo crea la necessità di valutare caso per caso il rispetto della legge per stabilire se il netting è efficace oppure no.
- 4.5. La Barrier 15: mancanza di regole di diritto internazionale private uniformi. La necessità di regole di conflitto uniformi è una fondamentale esigenza nel caso di transazioni cross border. La mancanza di uniformità crea problemi soprattutto in relazione ai diritti sugli strumenti finanziari che formano oggetto delle transazioni che solo un intervento normativo è in grado di superare. A giudizio del Gruppo, il PRIMA si rivela un criterio adeguato per la soluzione dei conflitti tra leggi, anche se questo criterio non è esente da critiche. Queste ultime vengono così riassunte: i) la soluzione si basa su una serie di finzioni legali; ii) la finzione della collocazione dello strumento finanziario nel luogo di tenuta del conto di pertinenza presuppone che lo strumento finanziario non possa trovarsi altrove, mentre questo è ciò che accade (anche gli intermediari di livello superiore risultano titolari dello strumento finanziario). Pertanto i diritti sullo stesso strumento finanziario potrebbero essere disciplinati da diversi ordinamenti giuridici; iii) il PRIMA lascia in vita cutti gli ordinamenti giuridici in essere

negli stati membri. Pertanto non viene risolto il problema della necessità di conoscere in modo approfondito la legge di ciascun ordinamento all'interno del quale si opera.

In alternativa a questa soluzione il Gruppo ha proposto la creazione di uno standard globale, cioè di un tipo di diritto reale su strumenti finanziari dotato di un proprio statuto valevole in tutta l'UE. Questo tipo di soluzione è stata presa in considerazione dall'European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) nella sua Proposal for an EU Directive on Collateralisation nel giugno 2000. questa soluzione è stata tuttavia scartata dallo stesso EFMLG per le conseguenze che essa avrebbe sui singole ordinamenti giuridici.

- 5.1. Il secondo Rapporto Giovannini. Con il Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements<sup>115</sup>, il Giovannini Group prende posizione sulle azioni da intraprendere per superare i problemi identificati con il primo rapporto. Sebbene il gruppo consideri prioritaria la soppressione delle barriere relative al luogo in cui il clearing e il settlment debbono svolgersi nonché quelle che impongono limiti al luogo di tenuta degli strumenti finanziari in forma dematerializzata o immobilizzata, l'accrescimento del rischio operativo e legale connesso alla sola soppressione di questi limiti impone un approccio di più ampio respiro, che passa attraverso il coordinamento nella rimozione delle diverse barriere. Per quanto interessa in questo lavoro ci si soffermerà in particolare sulle proposte che il gruppo ha formulato in merito alla soppressione delle barriere legali all'integrazione del mercato dei servizi di clearing e di settlement.
- 5.2. La rimozione delle singole barriere legali. Il EU Securities Account Certainty project. Il primo rapporto aveva identificato tre barriere legali all'integrazione: la mancanza di un regime comunitario uniforme in materia di proprietà degli strumenti finanziari (barriera n. 13), le differenze tra legislazioni nazionali circa il trattamento del netting (barriera n. 14) e le differenze tra legislazioni nazionali in materia di legge applicabile (barriera n. 15).

Secondo il Gruppo le barriere 14 e 15 verranno in gran parte superate con il recepimento da parte degli stati della direttiva 2002/47/EC sui contratti di garanzie

THE GIOVANNINI GROUP, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003.

finanziaria. In merito alla scelta del *PRIMA* quale criterio di collegamento, il Gruppo esprime la preoccupazione circa il coordinamento tra tale criterio e quello adottato dalla *Hague Conference*, auspicando il superamento di tali differenze.

La direttiva non risolve invece il problema della barriera n. 13, cioè la mancanza di un quadro normativo uniforme in materia di proprietà degli strumenti finanziari tenuti in regime di subdeposito. In particolare viene lamentata la mancanza di chiarezza nelle legislazioni in essere su un punto fondamentale, e cioè se il diritto di proprietà sullo strumento finanziario nasca con l'annotazione nei conti dell'intermediario ovvero se il soggetto che acquista lo strumento finanziario abbia diritto alla registrazione in quanto proprietario. La soluzione proposta, de jure condendo, dal Gruppo si basa sulla prevalenza della registrazione rispetto all'eventuale rapporto sottostante (la scelta viene denominata come Securities Account Certainty).

Il problema è ulteriormente complicate dall'opinione, emersa all'interno del gruppo, secondo cui la rimozione delle barriere 14 e 15 esaurirebbe di per sé i problemi di certezza legale posti dal *clearing* e dal *settlment* senza la necessità di incidere su un argomento così profondamente legato alle tradizioni giuridiche dei singoli stati membri. In merito a questa opinione si è ritenuto che la soluzione definitiva del problema della certezza della norme sulla proprietà degli strumenti finanziari in regime di subdeposito richieda una soluzione di diritto sostanziale, non limitata a specifici rapporti giuridici o sistemi di pagamento. Questa soluzione si impone in quanto l'interconnessione tra diversi sistemi di pagamento nazionali ha l'effetto di porre in relazione tra di loro anche le legislazioni in materia di proprietà. In particolare dovrebbero essere disciplinati in modo uniforme i diritti spettanti al titolare del conto da cui risultano gli strumenti finanziari, soprattutto nel caso di insolvenza del depositante stesso, dell'intermediario o della sua controparte, e più in generale nel caso di azioni intraprese su tali diritti da terzi che sono collocati a livelli più alti della catena dell'intermediazione (c.d. *upper – tier attachment*)<sup>116</sup>.

1

Vengono in particolare identificati i seguenti possibili esempi di incertezza legale relative alla legge regolatrice della proprietà: a) in alcuni stati è consentito agire sugli strumenti finanziari al livello della catena dell'intermediazione nel quale gli strumenti finanziari si trovano fisicamente. Questo significa che il diritto risultante dai conti di un intermediario è privo di valore in quanto un soggetto collocato a un livello più alto della catena può essere privato degli strumenti finanziari a cui il diritto si riferisce; b) in alcuni stati la certification of securities è un requisito esenziale, mentre in altri stati è proibito; in alcuni stati un determinato diritto può essere considerato un strumento finanziario, in altri no;

La proposta uniformità dovrebbe riguardare non solo i rapporti *cross – border*, ma anche quelli interni.

Come si è accennato, il Gruppo propone l'adozione di una regola comune fondata sulla prevalenza di quanto risulta dai conti dell'intermediario, ma con una serie di precisazioni che ne delimiterebbero l'ambito di applicazione. In primo luogo la regola dovrebbe trovare applicazione solo agli strumenti finanziari risultanti da conti tenuti in forma elettronica, mentre non varrebbe per gli strumenti finanziari per i quali non esiste un'evidenza contabile elettronica. In particolare la riforma dovrebbe interessare i seguenti aspetti: a) investors' ownership rights: dovrebbe cioè indicare in modo chiaro il contenuto e la natura dei diritti degli investitori i cui strumenti finanziari vengono detenuti in regime di subdeposito; b) protection from insolvency of the intermediary: gli strumenti finanziari degli investitori non devono potere essere aggrediti dall'intermediario o dai suoi creditori; c) tradability: la negoziazioni avente per oggetto tali strumenti finanziari debbono avere luogo attraverso registrazioni sui conti di pertinenza, in modo tale da garantire l'acquisto da parte dell'acquirente in buona fede; d) protection for acquirers: l'ordine dei diritti sugli strumenti finanziari deve essere quello risultante dal conto di pertinenza; e) investor protection: gli intermediari che gestiscono conti titoli debbono disporre di meccanismi tali da prevenire perdite o da consentire la gestione delle perdite qualora queste si verifichino.

Le caratteristiche fondamentali degli strumenti finanziari (cioè, ad esempio, le regole sull'emissione, sui diritti e obblighi dell'emittente etc.) non subirebbero invece modifiche sostanziali, ma solo quelle strettamente necessarie per l'adeguamento alla nuova disciplina.

Oltre a proporre il possibile contenuto della disciplina uniforme, il rapporto contiene anche una proposta relativa alle modalità con cui pervenire alla riforma. Il primo passaggio è la predisposizione di un EU Securities Account Certainty project da parte dei governi degli stati membri. Al riguardo il Gruppo sottolinea che nel dibattito sulle riforme che hanno interessato il settore (cioè la direttiva sulla definitività, quella sulle garanzie finanziarie e la Hague Convention) l'interesse degli investitori non professionali non è stato preso minimamente in considerazione in base all'assunto della natura tecnica delle materie trattate.

c) il possessore degli strumenti finanziari deve comunque preoccuparsi di osservare una pluralità di leggi nazionali se vuole essere certo della bontà del suo diritto

Il dibattito sull'*EU Securities Account Certainty project* dovrà, al contrario, essere molto più ampio, e coinvolgere non solo tecnici del settore, ma anche gli organismi che rappresentano gli investitori non professionali.

5.3. Il futuro assetto del mercato del clearing e del settlment all'interno dell'Unione Europea. Nella seconda sezione dei rapporto l'attenzione si sposta sui problemi che il consolidamento conseguente all'integrazione realizzata tramite la rimozione delle barriere del mercato del clearing e del settlment all'interno dell'Unione Europea porrà gli organi legislativi. Un cenno all'analisi delle principali conclusioni del Gruppo è opportuna ai fini della comprensione della possibile evoluzione della struttura del sistema dei regolamenti descritto nel secondo capitolo.

Secondo il Gruppo il consolidamento potrà assumere tre diverse forme, in base alle scelte che saranno compiute da parte degli organi di governo dell'Unione Europea, le quali rappresentano a loro volta un grado sempre maggiore di consolidamento. Il primo modello presuppone un basso livello di consolidamento, e consiste nel lasciare in vita sia le controparti centrali sia i sistemi di regolamento attualmente operanti all'interno dell'Unione. Il secondo modello si fonda sulla creazione di un'unica controparte centrale e su un pluralità di sistemi di settlment. Il terzo modello, infine, presuppone la creazione di un'unica controparte centrale e di un unico sistema di settlment per l'intera Unione Europea.

## CAPITOLO V

## LE GARANZIE FINANZIARIE NEI MERCATI *OTC* E LA DISCIPLINA DELLA *SETTLEMENT*FINALITY. LA DIRETTIVA 98/26/CE

Sommario: 1. Introduzione. Lo scopo della direttiva sulla settlement finality e le materie regolate; 2. L'ambito di applicazione della direttiva; 3. La definitività del netting e degli ordini di trasferimento. Il problema della tutela dei terzi contro la definitività; 4.1. Gli altri elementi costitutivi della settlement finality. Gli ordini immessi dopo l'apertura della procedura di insolvenza; 4.2. segue. La sanatoria delle cause di invalidità o inefficacia delle operazioni e dei contratti; 4.3. segue. La definitività dell'utilizzo dei fondi presenti nei conti di regolamento dell'insolvente; 5. L'irretroattività delle procedure concorsuali; 6. La zero hour rule; 7. La legge applicabile al sistema; 8.1. I diritti del detentore di una garanzia in titoli nel caso di insolvenza del soggetto che ha fornito la garanzia. L'ambito di applicazione; 8.2. segue. La tutela dei diritti di garanzia a favore dei partecipanti ai sistemi di settlement; 8.3. segue. La legge applicabile ai diritti di garanzia dei partecipanti a sistemi di settlement; 8.4. Il rapporto tra l'art. 8 e l'art. 9, paragrafo 2; 9. La tutela dei soggetti diversi dai partecipanti ai settlement systems; 10. La natura dei diritti dei partecipanti ai sistemi di settlement.

1. Introduzione. Lo scopo della direttiva e le materie regolate. La direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998 "concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli costituisce il primo intervento sistematico del legislatore europeo sui problemi presi in considerazione nei capitoli precedenti 117.

Oggetto della direttiva è la c.d. definitività (c.d. settlement finality) dei pagamenti e dei regolamenti di operazioni in titoli attuati per mezzo di sistemi di

POTOK, Legal certainty for securities held as collateral, in International Financial Law Review, 1999, p. 12.

pagamento e di sistemi di regolamento titoli operanti su base multilaterale, e pertanto la regolamentazione delle condizioni in presenza delle quali i pagamenti e le operazioni di regolamento titoli possono essere considerate definitive, cioè non più soggette a contestazioni sia in base al diritto comune sia in base alla legge che regola le procedure concorsuale di un determinato stato membro.

Accanto alla settlment finality la direttiva si occupa della regolamentazione di alcune questioni di diritto internazionale privato connesse con l'immissione degli strumenti finanziari in regime di subdeposito, ma come apparirà evidente nel corso della trattazione la sostanziale estraneità delle norme contenute nell'art. 9, rispetto alle regole sulla finality finisce con il dare vita a un quadro normativo assai confuso.

Nell'esporre il contenuto della direttiva e, soprattutto, i rilievi critici a cui essa da luogo si è seguito il medesimo schema della direttiva: vengono presi in considerazione i problemi posti dall'ambito di applicazione del provvedimento, le regole sulla definitività in generale e nel caso di apertura di una procedura di insolvenza e infine le regole relative alla sorte dei diritti del detentore di una garanzia reale nel caso di assoggettamento a procedura concorsuale del soggetto che quella garanzia aveva prestato<sup>118</sup>.

<sup>118</sup> Sul dibattito alla base della direttiva e sulla sua attuazione FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, Market Infrastructure (Consultation Document), January 2000; GROUP OF THIRTY, Clearance and Settlement System in the World's Securities Markets (c.d. G30 Report), 1989, in www.group30.org; MORGAN GUARANTY REPORT, Cross - Border Clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 Reccomandations, 1993; S. I. A., Institutional Transaction Processing Committee: White Paper, version 1.5; WORKING GROUP ON RETAIL PAYMENT SYSTEMS, Clearing and Settlement Arrangements for retail payments in selected countries, Basel, 2000; B. G. AUGUSTE, The economics of international payments unions and clearing houses: theory and measurement, Oxford; R. BRIZI, Efficienza e affidabilità dei sistemi di pagamento di importanza sistemica: i nuovi principi fondamentali, in Bancaria, 2000, n. 12, p. 62; COMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS OF THE CENTRAL BANKS OF THE G - 10, Report of the Comittee on Payments and settlement systems of the Central Banks of the G-10, Basel, 1996; CPSS - IOSCO, Reccomandations for sequrities settlement systems. Consultative Report CPSS - IOSCO, January 2001; M. Monti, Payment systems: Directive on settlement finality in payment and securities settlement systems, Internal Market, Financial Services General Matters, Banks, in www.europa.eu.int; Atti della Commissione UE finalizzati alla predisposizione di una proposta di direttiva per l'armonizzazione dei sistemi di clearing e settlement; M. C. MALAGUTI, La Direttiva sulla Settlement Finality per il corretto operare della politica monetaria e della stabilità dei prezzi, in Atti del Convegno Il recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality; il d. Igs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano

2. L'ambito di applicazione della direttiva. L'art. 1 stabilisce che le disposizioni della direttiva si applicano: a) "ad ogni sistema definito dall'articolo 2, lettera a), disciplinato dalla legge di uno stato membro e che opera in una valuta qualsiasi, in ecu o nelle diverse valute che il sistema converte l'una nell'altra;b) ad ogni partecipante a tale sistema;c) alla garanzia in titoli fornita in relazione: alla partecipazione a un sistema ovvero a operazioni delle banche centrali degli stati membri connesse con le loro funzioni di banca centrale".

Ţ

Poiché ciascuno di questi elementi (sistema, partecipante, garanzia) viene definito dalla stessa direttiva occorre prendere in considerazione tali definizioni per delimitare con precisione l'ambito di applicazione. Da tale analisi emerge che l'ambito di applicazione, in apparenza esteso, è in realtà piuttosto limitato: il che appare alquanto immotivato alla luce degli interessi regolati e della successiva normativa comunitaria.

La nozione di "sistema" viene fornita dall'art. 2, lett. a), che stabilisce che si intende per sistema un accordo formale: a) "tra tre o più partecipanti ...(omissis), con regole comuni e accordi standardizzati per l'esecuzione di ordini di trasferimento fra

13 settembre 2001; COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS - BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Core Principles for systemically Important payment systems, January, 2001; VEREECKEN, M., Directive 98/26/EC on settlement finality in Payment Systems and Securities Settlement Systems, in Atti del Convegno II recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; DEVOS, D., The European Directive of 19 May 1998 on settlement finality in Payment and Securities settlement systems, in Atti del Convegno Capital Markets in the Age of Euro, Genova, 10-11 novembre 2000;

S. Bonfatti, Definitività delle operazioni compiute nell'ambito dei sistemi di pagamento e procedure concorsuali, in Fallimento, 2001, p. 861; Banca dei Regolamenti Internazionali, Rapporto su regolamenti internazionali in titoli, Basilea, 1995, p. 29; F. Moliterni, I sistemi di pagamento dalla direttiva 98/26/CE a TARGET (sistema trans- europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale), in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, p. 703; R. Dale, Clearing and Settlement Risk in Global Securities Market: the case of CEDEL, in JIBL, 1998, p. 348; R. Dale, Derivatives Clearing Houses: the Regulatory Challenge, in JIBL, 1997, p. 46; R. Potok, Article 9 (2) European Union Finality Directive, in JIBFL, 1999, p. 279; M. Chamberlain, The legal framework within with UK Exchanges and Clearing Houses operate, in European Financial Service Law, 1997, p. 20; D. Devos, La protection juridique des systemes de payiment en cas de defaillance d'un partecipant, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, 11.

partecipanti"; b) "disciplinato dalla legge di uno Stato membro scelta dai partecipanti; i partecipanti comunque, possono solo optare per la legge dello Stato membro nel quale almeno uno di essi ha la propria sede sociale"; c) "designato, fatti salvi altri requisiti più rigorosi di applicazione generale imposti dalla legislazione nazionale, come sistema e notificato alla Commissione dello Stato membro di cui si applica la legge, dopo che lo Stato membro ne abbia accertato la conformità alle regole dello stesso".

Il primo e più importante limite è rappresentato dal requisito della disciplina del sistema di settlement da parte della legge di uno stato membro, da cui deriva l'esclusione dall'ambito di applicazione della direttiva di sistemi ampiamente (e talvolta prevalentemente) impiegati nella prassi finanziaria, quali ad esempio quelli statunitensi (es. DTC).

Questa limitazione territoriale è ulteriormente aggravata dai requisiti che il sistema deve possedere per poter essere considerato tale: l'art. 2, lett. b) prevede che il sistema debba essere regolamentato dalla legge di uno stato membro scelta dai partecipanti, a condizione che almeno uno dei partecipanti abbia la propria sede sociale nello stato membro la cui legge è stata scelta. Qualora la condizione venisse interpretata nel senso che almeno uno dei partecipanti debba correntemente risiedere nello stato la cui legge è stata designata, ne conseguirebbe che il trasferimento all'estero della sede dell'unico partecipante residente nello stato membro la cui legge è stata scelta quale legge regolatrice del sistema avrebbe l'effetto di sottrarre il sistema dall'ambito di applicazione della direttiva. Tale interpretazione oltre ad apparire coerente con il dato testuale potrebbe essere invocata ogniqualvolta gli organi della procedura concorsuale a cui è assoggettato uno dei partecipanti al sistema volesse sottrarsi all'ambito di applicazione della direttiva ad es, per ottenere la revoca di un pagamento<sup>119</sup>.

Altri limiti all'ambito di applicazione della direttiva si desumono dalla nozione di partecipante al sistema. La lett. f) dell'art. 2 stabilisce che per partecipante si intende

<sup>19</sup> Il limite sopra segnalato potrebbe essere superato accedendo a un'interpretazione ampia del terzo alinea dell'art. 2, lett. a) che consente agli Stati membri di designare come sistema anche un accordo privo dei requisiti indicati nel primo alinea, in base ad una valutazione condotta caso per caso in base al parametro del contenimento del rischio sistemico. Questa disposizione si presta anche ad una lettura restrittiva in quanto l'unico requisito espressamente derogato è quello del numero dei partecipanti all'accordo, che possono essere due anziché tre come indicato nel primo alinea; tuttavia la lettura più ampia trova un importante conferma nel secondo alinea che nell'ammettere la possibilità per gli stati membri di riconoscere sistemi nei quali vengono eseguiti esclusivamente ordini di trasferimento di titoli e non anche ordini di pagamento fa erpressamente salvi i requisiti indicati nel primo paragrafo.

un ente, una controparte centrale, una stanza di compensazione o un agente di regolamento; a sua volta l'art. 2, lett. b) qualifica come enti le banche e imprese di investimento comunitarie e residenti fuori dalla Comunità, nonché le autorità pubbliche o le imprese assistite da garanzia pubblica, a condizione che assumano la responsabilità di adempiere gli obblighi finanziari derivanti da ordini di trasferimento nell'ambito del sistema 120. L'assunzione della "responsabilità di adempiere gli obblighi finanziari derivanti da ordini di trasferimento nell'ambito di tale sistema" limita fortemente il numero dei soggetti che in concreto potranno essere ammessi a beneficiare dei privilegi riconosciuti dalla direttiva. I sistemi di settlement hanno infatti struttura piramidale: accanto a soggetti che aderiscono direttamente al sistema, cioè che sono le controparti nei contratti conclusi con i soggetti che a vario titolo concorrono al funzionamento del sistema (controparte centrale, agenti di regolamento, stanza di compensazione), opera una pluralità di soggetti che aderiscono solo indirettamente al sistema, che hanno cioè come unica controparte l'aderente diretto che, in proprio nome, immette nel sistema gli ordini di trasferimento sia propri sia degli aderenti indiretti suoi clienti.

Questo dato pone il rilevante problema di stabilire se nell'ambito di applicazione della direttiva rientrino entrambe le categorie di aderenti ovvero, come sembra più probabile, soltanto la categoria degli aderenti diretti. La direttiva è sul punto poco precisa.

In primo luogo non è affatto chiara la nozione di "ente" di cui all'art. 2, lett. b). In sostanza essa si fonda su tre elementi: l'appartenenza dal soggetto a una particolare categoria di imprese, la partecipazione al sistema ("che partecipi a un sistema"), e l'assunzione degli obblighi derivanti da ordini di trasferimento.

Mentre è abbastanza agevole individuare i soggetti ai quali la norma si riferisce, molto più difficile è stabilire che cosa si intenda per partecipazione al sistema. La lettura che appare più coerente con la lettera della direttiva è quella di considerare tale la

L'art. 2, lett. b) qualifica come enti le seguenti categorie di soggetti: "un ente creditizio come definito dall'articolo 1, primo trattino della direttiva 77/78/CEE, inclusi gli enti elencati all'art. 2, paragrafo 2 di tale direttiva, o un'impresa di investimento, come definita all'articolo 1, punto 2 della direttiva 93/22/CEE esclusi gli enti elencati all'articolo 2, paragrafo 2, lettere a) – k) di tale direttiva, o le autorità pubbliche e le imprese assistite da garanzia pubblica, o qualsiasi impresa la cui sede sociale sia situata al di fuori della Comunità e che eserciti funzioni analoghe a quelle degli enti creditizi o delle imprese d'investimento comunitari di cui al primo e secondo trattino, che partecipi a un sistema assumendo la responsabilità di adempiere gli obblighi finanziari derivanti da ordini di trasferimento nell'ambito di tale sistema."

partecipazione all'accordo formale di cui all'art. 2, lett. a), primo trattino. Questo porta a concludere che "ente" partecipante al sistema è il solo partecipante diretto essendo solo quest'ultimo controparte diretta di altri partecipanti mentre, come si è indicato, l'aderente indiretto ha come unica controparte l'aderente diretto.

Questa limitazione trova poi una chiara conferma nella lett. g), che detta una definizione di partecipante indiretto, e cioè: "l'ente creditizio di cui al primo trattino dell'art. I della lettera b), avente un rapporto contrattuale con un ente partecipante al sistema, il quale esegua ordini di trasferimento come definiti dal primo trattino della lettera i), così da consentire al suddetto ente creditizio di trasmettere ordini attraverso il sistema".

Il secondo motivo di imprecisione è offerto dallo stesso art. 1, lett. b), che fa riferimento a "ogni partecipante" in quanto in tale espressione è possibile fare rientrare sia entrambe le categorie di partecipanti, facendo leva sull'aggettivo "ogni", sia la sola categoria dei partecipanti diretti poiché come si è appena detto la nozione di ente partecipante vale solo per questa categoria.

Va inoltre osservato che anche comprendendo nella categoria i partecipanti indiretti si incorre comunque nella limitatissima nozione offerta dalla lettera g) che inspiegabilmente e contrariamente alla realtà dei sistemi di settlement considera tali solo gli enti creditizi che si servano di un ente partecipante al sistema per immettere i soli ordini di pagamento.

Pertanto la definitività dell'ordine di trasferimento e/o del netting potrà essere invocata solo nel caso di insolvenza di un aderente diretto, mentre nel caso di insolvenza di un aderente indiretto si porrà il problema della sorte degli ordini di trasferimento impartiti all'aderente diretto di cui il primo è controparte.

Volendo sintetizzare le conclusioni raggiunte in merito all'ambito di applicazione della direttiva è possibile affermare quanto segue. In forza dei limiti legati al requisito della legge regolatrice del sistema (art. 1, lett. a); art. 2, lett. a), primo alinea, secondo trattino) non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva: a) i sistemi non soggetti alla legge di uno stato membro; b) i sistemi assoggettati alla legge di uno stato membro nel quale nessuno dei partecipanti ha la sede, con l'avvertenza che la direttiva non si fa carico di stabilire se questo requisito debba essere rispettato solo al tempo della stipula del c.d. "accordo formale" o anche durante la vita di funzionamento del sistema. Quanto ai limiti di applicazione connessi alla nozione di partecipante, derivanti dal combinato disposto dell'art. 1, lett. b) e dell'art. 2, lett. b e g), è possibile

concludere che la direttiva non si applica alle operazioni di cui sia parte un partecipante indiretto al sistema 121.

3. La definitività del netting e degli ordini di trasferimento. Il problema della tutela dei terzi contro la definitività. L'art. 3, paragrafo 1 stabilisce che "[g]li ordini di trasferimento e il netting sono legalmente vincolanti e, in caso di apertura di una procedura d'insolvenza nei confronti di un partecipante, sono opponibili ai terzi, purché gli ordini di trasferimento siano stati immessi in un sistema prima del momento di apertura della procedura di insolvenza a norma dell'art. 6, paragrafo 1".

La norma dà corpo alla nozione di "carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli" di cui al titolo della direttiva.

Dalla norma si desume, in primo luogo, che la nozione di regolamento coincide con quella di *ordine di trasferimento* e di *netting*, ciò in quanto è a questi elementi ai quali si riferisce l'effetto della definitività.

L'ordine di trasferimento viene definito dall'art. 2, lett. i), come: a) "ogni istruzione da parte di un partecipante di mettere a disposizione di un beneficiario una somma di denaro attraverso una scrittura sui conti di un ente creditizio di una banca centrale o di un agente di regolamento ovvero ogni istruzione che determini l'assunzione o l'adempimento di un obbligo di pagamento, in base alle regole di tale sistema" nonché b) "ogni istruzione da parte di un partecipante di trasferire la titolarità o i diritti su uno o più titoli attraverso una scrittura in un libro contabile o altro".

La nozione è molto ampia, in quanto basata su un presupposto soggettivo cioè la natura dell'autore dell'istruzione che deve essere un partecipante, mentre il beneficiario può anche non essere tale, e sull'oggetto dell'istruzione che può consistere: a) nell'ordine di mettere a disposizione di un beneficiario una somma di danaro attraverso una scrittura contabile; b) nell'immissione nel sistema di disposizioni che comportino l'assunzione o l'adempimento di obblighi di pagamento; c) nell'ordine di trasferire la titolarità o diritti su titoli mediante una scrittura contabile o altro.

È lo stesso art. 3, paragrafo 1, a limitare la definitività ai soli ordini di trasferimento immessi in un sistema.

Sembra possibile sostenere anche la tesi secondo la quale la direttiva si applica ai partecipanti indiretti quali definiti dall'art. 2, lett. g), ma in questo caso si incorre nella ristrettezza della definizione contenuta in tale disposizione, per niente coerente con la realtà del funzionamento dei settlement systems.

L'altra operazione rientrante nella nozione di regolamento è il netting che viene definito dall'art. 2, lett. k) come "la conversione in un'unica posizione a debito o a credito dei crediti risultanti da ordini di trasferimento che uno o più partecipanti hanno nei confronti di uno o più altri partecipanti per effetto della quale può essere richiesto o dovuto soltanto il saldo netto".

L'individuazione della fattispecie concreta a cui questa definizione si riferisce presenta non pochi problemi. Dato il contesto nel quale essa si colloca, che è la regolamentazione del carattere definitivo dei regolamento attuato attraverso un settlement system, la conclusione più semplice è quella di ritenere che l'art. 2, lett. k) si riferisca alla sola compensazione su base multilaterale, cioè a quei casi nei quali il sistema provvede a calcolare quanto complessivamente dovuto ai (o dovuto dai) singoli aderenti al sistema. Se così fosse rimarrebbero esclusi i casi di netting su base bilaterale presi in considerazione nei precedenti capitoli. D'altra parte questa lettura limitata della nozione appare coerente con il funzionamento delle clausole di netting: anche quando le parti regolano i propri rapporti attraverso un settlement system i reciproci saldi netti vengono calcolati dal soggetto incaricato dalle parti (che può, eventualmente, essere il gestore del sistema di settlement, senza che ciò incida sulla struttura dell'operazione) e presentati al sistema come semplici ordini di trasferimento.

Pertanto la nozione di regolamento comprende, in base al combinato disposto dell'art. 2, lett. i) e k), e dell'art. 3, paragrafo 1, le seguenti operazioni: a) le istruzioni immesse in un sistema da parte di un partecipante aventi per oggetto la messa a disposizione di danaro mediante una registrazione contabile ovvero l'assunzione di obblighi di pagamento o il loro adempimento; b) la compensazione attuata tra i partecipanti al sistema, allo scopo di determinare un unico saldo netto.

Il requisito affinché gli ordini di trasferimento e il netting producano l'effetto indicato dall'art. 3, paragrafo 1, è l'immissione dell'ordine nel sistema "prima del momento di apertura di una procedura di insolvenza a norma dell'art. 6, paragrafo 1". L'art. 6, paragrafo 1 precisa che si considera tale il "momento in cui l'autorità giudiziaria o amministrativa ha emesso tale decisione".

L'aspetto più importante è rappresentato dal tipo di efficacia che la norma attribuisce gli ordini di trasferimento e al netting, nella quale consiste il carattere definitivo del regolamento. L'art. 3, paragrafo 1, stabilisce che ordini di trasferimento e netting se immessi nel sistema prima dell'apertura di una procedura di insolvenza sono "legalmente vincolanti e, in caso di apertura di una procedura concorsuale, sono opponibili ai terzi".

Il primo effetto a cui la norma fa riferimento è la "vincolatività" legale degli ordini di trasferimento e del *netting* senza ulteriori specificazioni. Il senso di questa espressione è quanto mai vago sia perché interpretata letteralmente non aggiunge alcunché a quello che è l'effetto normale di ogni obbligazione, che rappresenta appunto un vincolo legale per il debitore, sia per il confronto con il tipo di efficacia riconosciuta al regolamento nel caso dell'apertura di una procedura di insolvenza.

Questa previsione avrebbe avuto un senso molto più chiaro se il legislatore si fosse limitato a stabilire che in caso di apertura di una procedura di insolvenza gli ordini di trasferimento e netting erano legalmente vincolanti e opponibili ai terzi. Ciò avrebbe permesso di affermare che, in caso di assoggettamento di un partecipante a dette procedure da un lato gli ordini trasferimento e il netting sarebbero stati intangibili dagli organi della procedura (in quanto legalmente vincolanti) e dall'altro che nemmeno i terzi avrebbero potuto mettere in discussione gli stessi. Una ricostruzione in tal senso della norma non è nemmeno possibile in via interpretativa, in quanto risulta chiaramente che l'inciso "in caso di apertura di una procedura di insolvenza" si riferisce al solo effetto dell'opponibilità ai terzi 1222.

In primo luogo la norma si rivelerebbe carente sotto il profilo dell'individuazione dei destinatari del vincolo legale, non essendo stato chiarito se tenuti al rispetto degli ordini di trasferimento e del *netting* siano esclusivamente i soggetti che sono stati parte del regolamento o anche i terzi. Si tratta di una alternativa di grandissima importanza e quindi sarebbe quindi incredibile che il legislatore comunitario (seguito da quello italiano, su cui si dirà) non se ne sia curato.

Volendo interpretare in base al contesto letterale, l'interpretazione più accettabile anche in relazione al secondo effetto previsto dall'art. 3, paragrafo 1, è ritenere che l'effetto sopra indicato si riferisca ai soli rapporti tra soggetti direttamente interessati e quindi tra le parti dell'ordine di trasferimento e del netting: questa lettura è infatti coerente con l'inciso "e, in caso di apertura di una procedura di insolvenza" che costituisce il presupposto per l'applicazione del secondo effetto dell'art. 3, paragrafo 1, cioè l'opponibilità ai terzi. In sostanza l'attributo di "legalmente vincolanti" starebbe a significare che gli ordini di trasferimento non possono più essere posti in discussione dalle parti una volta immessi nel sistema.

Le conseguenze pratiche di questa interpretazione sono gravissime in relazione agli interessi che la norma mira a tutelare: scopo della definitività del settlement è la garanzia che una volta attuato il

Di fronte al testo attuale della norma l'unica interpretazione che sembra avere un senso è quella di ritenere che l'art. 3, paragrafo 1, introduca una sorta di sanatoria dei regolamenti che presentino qualche vizio o che per un qualche altro motivo possano essere messi in discussione. Questa interpretazione da comunque luogo ad una serie di inconvenienti che portano ad escluderla.

regolamento attraverso un sistema quest ultimo non possa più essere messo in discussione sia dalle partisia da terzi. A questo scopo è funzionale l'effetto dell'opponibilità ai terzi in caso di apertura di una procedura di insolvenza, che indubbiamente è l'ipotesi in cui i terzi sono nella migliore condizione per mettere in discussione gli atti giuridici posti in essere dalla loro controparte. Sennonché il legislatore comunitario sembra dimenticare che le procedure concorsuali non sono l'unico caso in cui i terzi hanno questa possibilità: si pensi alla regole in tema di atti compiuti dal falsus procurator o alle norme in materia di simulazione. Date le caratteristiche di funzionamento dei sistemi di settlement, queste potranno anche rappresentare ipotesi molto rare ma il loro verificarsi non può certamente essere escluso; con riferimento alla falsa rappresentanza: si pensi al caso in cui un partecipante violi le istruzioni ricevute dal proprio cliente eseguendo un ordine di trasferimento titoli non rientrante nell'istruzione ricevuta; in questa ipotesi il cliente, dato il tenore dell'art. 3, paragrafo 1, potrebbe fare valere l'inefficacia nei propri confronti dell'ordine ed esigere la restituzione di quanto trasferito. Molto più gravi potrebbero essere le conseguenze della simulazione: è infatti concepibile che un'istituzione finanziaria in difficoltà tenti di distrarre i titoli a propria disposizione mediante un trasferimento a favore di un'altra istituzione compiacente sulla base di una vendita simulata, magari con la volontà di approfittare della salvezza dei regolamenti anteriori all'apertura di una procedura di insolvenza prevista dall'art. 3: in questo caso i terzi potrebbero fare valere l'inefficacia della simulazione del contratto e ottenere la restituzione di quanto trasferito, mettendo in crisi i regolamenti successivamente posti in essere dal simulato acquirente.

L'argomento per assurdo incontra, tuttavia, un grave limite letterale e sistematico perché se effettivamente la vincolatività legale avesse per destinatari anche i terzi non si comprenderebbe per quale motivo il legislatore abbia poi avvertito la necessità di specificare subito dopo che gli ordini di trasferimento e il netting sono opponibili ai terzi in caso di contra di una procedura concorsuale.

Il secondo elemento di complessità di una lettura dell'effetto in termini di sanatoria è il seguente. La direttiva non si occupa espressamente della eventuale invalidità, inefficacia o inesistenza degli ordini di trasferimento: in pratica la direttiva non chiarisce se il presupposto di applicazione dell'art. 3, paragrafo I sia un ordine di trasferimento valido ed efficace. Questa lacuna appare sorprendente alla luce di quanto l'art. 3, paragrafo 2, espressamente prevede per il netting e cioè che: "Le leggi i regolamenti, le regole o le prassi sull'inefficacia o dei contratti e delle operazioni concluse anteriormente al momento di apertura della procedura di insolvenza ... non comportano il ricalcalo del netting".

Sul significato di questa previsione e sul suo valore sistematico si dirà oltre. In questa sede occorre segnalare che mentre per il netting la direttiva chiarisce che l'eventuale invalidità e/o inefficacia delle singole operazioni o dei contratti di cui esso consta o in base ai quali esso viene posto in essere non incide sulla definitività, per i singoli ordini di trasferimento non è prevista una norma di contenuto analogo.

Il secondo effetto previsto dall'art. 3, paragrafo 1 consiste nell'opponibilità ai terzi degli ordini di trasferimento e del *netting* in caso di apertura di una procedura di insolvenza. La regola è funzionale allo scopo della definitività in quanto è proprio nell'ambito delle procedure concorsuali che i terzi hanno a disposizione il maggior numero di rimedi giuridici per contestare l'efficacia degli atti compiuti dal debitore.

La direttiva omette di definire la natura e la portata dell'opponibilità ai terzi. La formula impiegata è infatti talmente ampia da comprendere al proprio interno due categorie di terzi rispetto al sistema di settlment. In primo luogo l'opponibilità indica il semplice fatto che i terzi non potranno fare valere le proprie ragioni nei confronti dei soggetti (siano essi i partecipanti o lo stesso sistema di regolamento) che siano stati controparte del partecipante divenuto insolvente, e quindi che i creditori del partecipante insolvente non potranno domandare al beneficiario di un ordine di trasferimento la restituzione di quanto pagato dal loro dante causa in base allo stesso ordine. In secondo luogo l'opponibilità ai terzi significa che anche il partecipante insolvente, o meglio l'organo della procedura di insolvenza, potrà fare valere la settlment finality nei confronti dei propri creditori. Le conseguenze pratiche di questa lettura appaiono inaccettabili. Il carattere definitivo del regolamento è stato infatti inteso dalla direttiva in modo estremamente rigoroso, con la conseguenza che ai terzi non viene riconosciuto alcun rimedio contro comportamenti fraudolenti del debitore.

In merito a questo problema va osservato che la funzione dell'art. 3, paragrafo 1 nella sua interezza, comprendente cioè il vincolo legale e l'opponibilità ai terzi, è quella di impedire che il venire meno di un pagamento o di un trasferimento di titoli nell'ambito di un *settlement system* pregiudichi l'intero sistema, cioè di impedire che un qualche vizio scateni un effetto domino. La norma deve essere interpretata in relazione a questo scopo e *solo* in relazione a questo.

La norma non può essere intesa, quindi, né come norma sull'allocazione del rischio dell'insolvenza né come eccezione alle regole della legge civile in materia di causa. L'art. 3 paragrafo 1, nonostante la sua formulazione gravemente imprecisa, opera esclusivamente sul piano formale della titolarità dei diritti nascenti dal settlement stabilendo che il modo in cui questo si è svolto non può più essere messo in discussione,

Quest'ultima norma, chiaramente superflua se il vincolo legale previsto dall'art. 3, paragrafo 1 rappresentasse un'ipotesi di sanatoria di vizi degli ordini di trasferimento e del netting, insieme al primo ordine di inconvenienti legati all'individuazione dei destinatari del vincolo legale permette di escludere che l'art. 3, paragrafo 1 introduca un ipotesi di sanatoria dei vizi degli ordini di trasferimento e del netting.

ma lascia alle regole del diritto comune il compito di stabilire come il danaro o i titoli oggetto del settlement debbano, infine essere distribuiti.

Per chiarire il significato di quanto si è appena detto è utile ricorrere a un esempio. Si pensi al caso in cui il partecipante A, divenuto poi insolvente, trasferisca al partecipante B 100 Azioni Alfa in base a un contratto nullo; successivamente B trasferisce le azioni al partecipante D e quest'ultimo al partecipante E. L'art. 3, paragrafo 1, non operando alcuna distinzione in relazione all'eventuale titolo della pretesa del terzo né in relazione al suo oggetto, si limita a dire che il commissario liquidatore di A non potrà rivolgersi a E per domandare la restituzione di quanto trasferito a B, ma di certo potrà rivolgersi a B ricorrendo all'azione di arricchimento senza causa.

Può quindi essere utile l'analogia con le norme in materia di trascrizione immobiliare. Quando l'art. 2644 cod. civ. stabilisce che "seguita la trascrizione non può avere effetto contro colui che ha trascritto alcuna trascrizione o iscrizione di diritti acquistati verso il suo autore, quantunque l'acquisto risalga a data anteriore", non entra certamente nel merito dei rapporti tra il primo acquirente che non ha trascritto e il venditore che ha venduto due volte lo stesso immobile, essendo pacifico che l'acquirente potrà farsi restituire il prezzo pagato e farsi risarcire il danno.

Allo stesso modo può ragionarsi nel caso in cui il terzo, in particolare l'organo della procedura d'insolvenza, decida di agire sulla base degli strumenti di tutela offerti dalla legge sull'insolvenza, ad esempio facendo valere la regola di cui all'art. 67, paragrafo 2, della legge fallimentare italiana contro il partecipante controparte diretta dell'insolvente.

Un'espressa conferma di questa interpretazione si rinviene nell'art. 3, paragrafo 2. La norma prevede infatti che eventuali casi di inefficacia, previsti dalla legge o da fonti di grado inferiore, dei contratti o delle operazioni che sono alla base del netting non ne comportano il ricalcolo. Il legislatore comunitario cioè non ha scelto di fare salvo il netting sancendo che eventuali casi di inefficacia sono sanati ma ha stabilito che il calcolo del netting rimane salvo senza entrare in alcun modo nel merito dei rapporti tra le parti e/o i terzi derivanti dalle norme in tema di inefficacia.

Che l'intenzione del legislatore comunitario non fosse quella di istituire una sanatoria lo si desume chiaramente dal tredicesimo considerando della direttiva, purtroppo non tradotto in una norma positiva, il quale afferma che "la presente direttiva non dovrebbe impedire in alcun modo a un partecipante o a un terzo di far valere qualsiasi diritto o credito risultante dall'operazione sottostante che la legge possa riconoscergli ai fini di recupero o di restituzione in relazione a un ordine di

trasferimento immesso in un sistema, ad esempio nel caso di frode o di errore tecnico, purché ciò non porti al ricalcolo del netting o alla revoca dell'ordine immesso nel sistema".

4.1. Gli altri elementi costitutivi della settlement finality. Gli ordini immessi dopo l'apertura della procedura di insolvenza. Gli effetti previsti dall'art. 3, paragrafo 1, rappresentano il corpo principale della settlement finality. Accanto a questi, la direttiva contempla altri effetti che concorrono a delineare con maggiore precisione il contenuto della definitività.

Il secondo alinea dell'art. 3, paragrafo 1 stabilisce che quando "eccezionalmente, gli ordini di trasferimento siano immessi in un sistema dopo il momento di apertura della procedura di insolvenza e siano eseguiti il giorno stesso dell'apertura, essi sono legalmente vincolanti e opponibili ai terzi soltanto qualora, dopo il momento del regolamento, l'agente di regolamento, la controparte centrale oppure la stanza di compensazione dimostrino che non erano né aviebbero dovuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura di insolvenza.". Lo scopo della norma è quello di estendere gli effetti della definitività a un'ipotesi limite, quella dell'immissione dell'ordine di trasferimento dopo l'apertura della procedura di insolvenza che però venga eseguito nello stesso giorno, dettando i limiti entro i quali la definitività può essere riconosciuta.

Anche l'esegesi di questa disposizione presenta non pochi problemi. Il primo motivo di perplessità è costituito dall'avverbio eccezionalmente di cui è molto difficile definire il contenuto normativo. L'unica lettura possibile è ritenere che in questo modo si sia voluto chiarire che la norma costituisce un'eccezione rispetto alla regola contenuta nel primo alinea dell'art. 3, paragrafo 1 e che di conseguenza sia di stretta interpretazione. È anche possibile che esso rappresenti un lapsus calami, di cui del resto la direttiva è ricca (il caso più clamoroso è l'art. 3, paragrafo 2, che così come formulato è del tutto privo di senso), e che quindi non debba essere tenuto in alcun conto.

L'aspetto più complesso della norma è però rappresentato dall'esatto significato della frase "...qualora, dopo il momento del regolamento, l'agente di regolamento, la controparte centrale oppure la stanza di compensazione dimostrino che non erano né avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura di insolvenza". Intesa letteralmente essa significa che l'ordine immesso dopo il momento di apertura della procedura di insolvenza ed eseguito nello stesso giorno è legalmente vincolante e opponibile ai terzi a condizione che dopo il momento del regolamento i soggetti indicati

dimostrino che non erano ne avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura. Il significato della condizione "dopo il momento del regolamento" non è affatto chiaro. La condizione avrebbe avuto senso se la direttiva avesse stabilito "qualora l'agente di regolamento, la controparte centrale oppure la stanza di compensazione dimostrino che, al momento del regolamento, non erano né avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura di insolvenza". Al contrario il riferimento temporale contenuto nella norma ha per oggetto il momento in cui deve essere fornita la prova della mancata conoscenza. Il che è totalmente superfluo, perché è ovvio che la prova della mancata conoscenza dell'apertura della procedura concorsuale verrà data dopo il momento del regolamento.

Altri dubbi derivano dall'esatta individuazione del momento che forma oggetto della condizione, cioè il momento del regolamento. La direttiva non fornisce alcuna definizione di regolamento per cui è compito dell'interprete ricostruire la nozione. In generale si può affermare che nella prassi finanziaria il regolamento o settlement indica tutte le operazioni necessarie all'adempimento delle obbligazioni in essere tra due o più istituzioni finanziarie: il regolamento cioè non è un singolo atto ma un'attività. È quindi estremamente difficile individuare il momento del regolamento, espressione che allude al compimento di un singolo atto. Al riguardo è forse possibile individuare una nozione ristretta di regolamento, sulla base della nozione di agente di regolamento contenuta nell'art. 2, lett. d), quale scritturazione dei conti nei quali (o dai quali) vengono trasferiti i mezzi necessari all'adempimento delle obbligazioni reciproche dei partecipanti al sistema. Intendendo in questo modo la nozione di regolamento diventa impossibile distinguere tra l'esecuzione dell'ordine di trasferimento e il regolamento con la conseguenza che il significato della norma diventa ancora meno chiaro.

La norma è altrettanto oscura sui beneficiari della vincolatività legale e dell'opponibilità ai terzi. Infatti dalla lettura della disposizione emerge solo che affinché gli ordini siano legalmente vincolanti e opponibili ai terzi è necessario che l'agente di regolamento, la controparte centrale o la stanza di compensazione non fossero a conoscenza dell'apertura della procedura d'insolvenza, mentre non viene in alcun modo stabilito da quali soggetti la vincolatività legale e l'opponibilità ai terzi possa essere fatta valere: solo l'agente di regolamento, la controparte centrale e la stanza di compensazione, al cui stato soggettivo la norma fa riferimento o anche altri soggetti (in primo luogo gli altri partecipanti)?

L'ultimo elemento di complessità è costituito dal modo in cui la direttiva definisce lo stato soggettivo dell'agente di regolamento, della controparte centrale e della stanza di compensazione. La norma prevede infatti che questi debbono dimostrare

di non essere stati a conoscenza né che avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura concorsuale. La prova di non essere a conoscenza dell'apertura della procedura concorsuale da luogo a un caso di inversione dell'onere della prova perché gli eventuali terzi interessati a fare cadere l'ordine di trasferimento, in primo luogo gli organi della procedura, vengono in questo modo esonerati dall'onere di provare la conoscenza di tale circostanza. Molto più ambiguo è il riferimento al dovere di essere a conoscenza, il quale presuppone che l'ordinamento giuridico nel quale risiede l'agente di regolamento etc. ponga questo soggetto nella condizione di potere essere sempre informato dell'avvenuta apertura della procedura concorsuale. In caso contrario la responsabilità dovrebbe essere considerata oggettiva 123.

4.2. segue. La sanatoria delle cause di invalidità o inefficacia delle operazioni e dei contratti. Al novero degli effetti che concorrono a delineare la definitività del settlement si aggiunge quanto previsto dall'art. 3, paragrafo 2 il quale stabilisce che le "leggi, i regolamenti, le regole o le prassi sull'inefficacia o dei contratti e delle operazioni conclusi anteriormente al momento di apertura della procedura d'insolvenza a norma dell'art. 6, paragrafo 1, non comportano il ricalcolo del netting". La disposizione contiene un evidente lapsus calami, laddove parla di leggi etc. sull'inefficacia "o dei contratti e delle operazioni", mentre è evidente che la lettura corretta è quella "o dei contratti o delle operazioni".

Anche in questo caso la definizione dell'esatta portata normativa presenta alcuni problemi. Come si è tentato di dimostrare la disciplina della definitività si pone esclusivamente sul piano formale dei rapporti tra i soggetti aderenti al sistema di regolamento, e la norma in questione ne rappresenta la conferma più importante in quanto si limita a stabilire che le norme in tema di inefficacia dei contratti o delle operazioni che danno luogo al netting non implicano il ricalcolo del netting stesso senza alcuna intromissione nel campo dei rapporti sostanziali tra le parti connessi a detta inefficacia.

Se questo è il significato della norma non si comprende per quale motivo il legislatore abbia impiegato la nozione di inefficacia che, almeno dal punto di vista delle categorie civilistiche elaborate dalla dottrina italiana, ha un contenuto assai ampio. Nel

L'art. 5 prevede che gli ordini di trasferimento non possono essere revocati né da un partecipante al sistema né da terzi dopo lo scadere del termine stabilito dalle regole di funzionamento del sistema. La norma tutela ulteriormente la stabilità del regolamento attuato tramite settlement system.

nostro diritto civile l'inefficacia, pur essendo stata utilizzata per sanzionare direttamente situazioni non conformi alla legge (ad esempio nel caso delle c.d. clausole abusive) è molto più spesso l'effetto che la legge riconnette ad un autonomo vizio del contratto, sia esso la nullità o l'annullabilità. A questo va aggiunto che l'inefficacia sopravvenuta può rappresentare un effetto voluto dalle parti come nei casi della condizione risolutiva o del termine finale. E' molto probabile che in questo modo il legislatore comunitario abbia inteso risolvere il problema della mancanza di uniformità delle categorie di invalidità presenti negli ordinamenti giuridici dei vari stati membri. È possibile, inoltre, che secondo la tecnica del primo paragrafo dell'art. 5 la direttiva abbia voluto chiarire una volta per tutte che una volta effettuato, il netting non può più essere messo in discussione, fermo restando quanto si è detto in merito alle eventuali azioni risarcitorie spettanti alle parti.

La formulazione della norma è ancora una volta carente nell'individuare l'ambito di applicazione: si fa infatti genericamente riferimento a contratti e operazioni conclusi anteriormente all'apertura della procedura concorsuale, e non viene indicato di quali contratti e di quali operazione si tratti. La norma sembra dover essere riferita ai contratti e alle operazioni che abbiano un qualche rilievo ai fini del calcolo del netting: questo significa, ad esempio, che il liquidatore di un partecipante non potrà domandare alla controparte centrale la restituzione delle somme pagate dal partecipante insolvente quale saldo netto della compensazione invocando la nullità del contratto che aveva dato luogo a quel debito.

4.3. segue. La definitività dell'utilizzo dei fondi presenti nei conti di regolamento dell'insolvente. L'elenco degli effetti di cui consta la definitività è completato dall'art. 4 il quale, a differenza delle norme in precedenza esaminate che sono vincolanti, lascia ai legislatori nazionali la scelta sull'adozione o meno delle regole in esso contenute.

L'art. 4 contiene due regole, che gli stati membri sono liberi di adottare.

In primo luogo è possibile prevedere che "l'apertura di una procedura di insolvenza nei confronti di un partecipante non impedisca che i fondi o i titoli disponibili sul conto di regolamento di detto partecipante siano adoperati per adempiere gli obblighi di tale partecipante nel sistema nel giorno di apertura della procedura".

Per comprendere la ragione di questa norma è utile ricordare che i partecipanti al sistema di settlement si servono di conti di regolamento per dare attuazione ai reciproci ordini di trasferimento. Sono tali i conti, aventi per oggetto danaro o titoli, che i

partecipanti al sistema tengono aperti a questo scopo presso un soggetto, definito dalla direttiva agente di regolamento (di regola una banca, che talora può essere anche una Banca Centrale). Grazie all'autorizzazione ricevuta all'atto dell'adesione al sistema da parte dei singoli partecipanti, l'agente di regolamento provvede automaticamente a movimentare i conti in base agli ordini di trasferimento e/o agli obblighi di pagamento che sorgono dal netting.

La funzione del primo periodo è quella di regolare una situazione al limite, quale è quella della movimentazione del conto di regolamento per adempiere obblighi del partecipante "nel giorno di apertura della procedura". La norma è, tuttavia, oscura sull'oggetto di questo riferimento temporale: non viene chiarito se il danaro e i titoli possano essere utilizzati anche in seguito all'apertura della procedura concorsuale ma solo per adempiere gli obblighi verso il sistema fino al giorno di apertura della procedura compreso, ovvero se sia possibile utilizzarli solo nel giorno di apertura della procedura. La differenza non è di poco conto perché di regola i sistemi di regolamento prevedono una data valuta, che è la data dell'effettiva movimentazione dei conti di regolamento, diversa dalla data di immissione dell'ordine nel sistema. La prima interpretazione appare tuttavia quella più convincente, sia perché più conforme al dato letterale, sia perché se letta nel secondo modo la previsione risulterebbe superflua. Essa dà luogo a importanti conseguenze sul piano sistematico la cui gravità non sembra essere stata presa in considerazione dal legislatore comunitario. Innanzitutto esiste una notevole contraddizione con quanto previsto dall'art. 3, paragrafo 1, cioè con la regola secondo la quale gli ordini di trasferimento per essere vincolanti debbono essere immessi nel sistema prima del momento di apertura della procedura. L'art. 4, secondo la lettura adottata, fa riferimento agli obblighi verso il sistema nel giorno di apertura della procedura, e pertanto sorti anche dopo l'apertura della procedura stessa. È possibile che l'art. 4 sia subordinato al disposto dell'art. 3, paragrafo 1, cioè che l'art. 4 faccia riferimento agli obblighi nascenti verso il sistema fino al giorno di apertura della procedura che derivino da ordini di trasferimento immessi prima del momento di apertura della procedura, e questa è stata la strada seguita da alcuni legislatori nazionali e in particolare da quello italiano. Una tale lettura ha tuttavia profonde conseguenze sistematiche, in quanto precisa ulteriormente il significato dell'art. 3, paragrafo 1. Infatti, delle due l'una. La direttiva potrebbe avere voluto semplicemente confermare che l'apertura della procedura è inopponibile all'agente di regolamento, il quale di conseguenza può continuare ad operare sui conti di regolamento limitatamente alle obbligazioni sorte per ordini anteriori al momento di apertura della procedura: ma questa lettura è in aperto contrasto con la possibilità per gli stati membri di recepire una

regola che rappresenta l'effetto naturale dell'art. 3, paragrafo 1. Oppure non è legittimo interpretare l'art. 3, paragrafo 1, nel' senso appena indicato e l'art. 4 ne limita notevolmente il significato pratico: infatti se la direttiva ha avvertito la necessità di chiarire che è in facoltà degli stati membri riconoscere il diritto di operare sui conti di regolamento per ordini anteriori all'apertura della procedura, ne consegue che l'art. 3, paragrafo 1 non contiene la legittimazione all'agente di regolamento a detta operatività.

Il senso dell'art. 3, paragrafo 1 potrebbe essere quindi ricostruito in questi termini: gli ordini e il netting anteriori al momento di apertura della procedura di insolvenza sono legalmente vincolanti e opponibili ai terzi; nel caso di ordini che hanno dato luogo a obblighi non ancora adempiuti mediante movimentazioni contabili al momento dell'apertura della procedura di insolvenza, la regola dell'art. 3, paragrafo 1 va letta, alla luce dell'art. 4, nel senso che l'opponibilità ai terzi vale solo sul piano delle eventuali contestazioni in merito all'efficacia, ma non anche sul piano esecutivo: pertanto, in mancanza di un'espressa previsione nazionale, i terzi, e in primo luogo gli organi della procedura concorsuale potranno opporre all'agente di regolamento l'apertura della procedura concorsuale e impedirgli di attingere ai conti di regolamento per adempiere agli obblighi nascenti da ordini immessi anche prima del momento di apertura della procedura.

D'altra parte va osservato che la norma non ha un contenuto tassativo ed è quindi lasciato ai singoli legislatori nazionali il compito di chiarirne con precisione il contenuto e di definirne il rapporti con le altre previsioni.

La seconda regola è contenuta nel secondo periodo dell'art. 4, e prevede che "gli Stati membri possono disporre che una facilitazione di credito del partecipante riguardante il sistema possa essere utilizzata a fronte di una garanzia in titoli in essere e disponibile per soddisfare gli obblighi di tale partecipante verso il sistema".

Questa previsione si riferisce all'ipotesi in cui il sistema preveda la concessione di forme di finanziamento ai partecipanti per l'adempimento di obblighi derivanti dall'adesione al sistema, come ad esempio il finanziamento delle scoperture dei conti di regolamento, sulla base di una garanzia in titoli. La funzione della norma è quella di porre al riparo da eventuali contestazioni un'operazione abbastanza ricorrente nella prassi quale è il finanziamento delle scoperture da parte degli organi di regolamento. La previsione è quanto mai opportuna perché l'attività regolata dalla norma, pur non essendo riconducibile a quelle prese in considerazione dall'art. 3, è strettamente funzionale al settlement.

Ancora una volta l'interpretazione non appare agevole, soprattutto in relazione alle altre previsioni della direttiva.

L'aspetto meno chiaro è rappresentato dai punti di riferimento temporali della previsione, che nel testo della direttiva sono dei tutto assenti. La norma infatti non presuppone l'apertura di una procedura concorsuale e interpretata in senso letterale si limita ad attribuire agli stati membri il potere di riconoscere tali operazioni. Il che ovviamente è superfluo, perché è naturale che i singoli sistemi di settlement si organizzino allo scopo di rispettare le leggi dello stato nel quale risiedono, e di regola il finanziamento delle scoperture è un'attività riconosciuta dalle norme che disciplinano le diverse forme tecniche che essa può assumere.

L'ipotesi ricostruttiva più semplice è quella di ritenere che i due periodi dell'art. 4 siano tra di loro collegati, nonostante il non felicissimo utilizzo dell'avverbio *inoltre*, e che pertanto la facilitazione di credito debba riferirsi a obblighi sorti fino al giorno di apertura nella procedura, sempre subordinatamente alla previsione dell'art. 3.

Anche in questo caso spetterà alle leggi nazionali precisare il contenuto della norma.

5. L'irretroattività delle procedure concorsuali. L'art. 7 della direttiva prevede che la procedura di insolvenza a cui venga assoggettato un partecipante "non ha effetto retroattivo sui diritti e sugli obblighi di un partecipante inseriti da o connessi con la sua partecipazione ad un sistema prima del momento di apertura della procedura stessa a norma dell'art. 6, paragrafo 1".

La norma completa il quadro della definitività: mentre l'art. 3, paragrafo 1 sanciva l'intangibilità degli ordini di trasferimento anteriori all'apertura della procedura di insolvenza nonché del *netting*, l'art. 7 sancisce l'intangibilità da parte delle procedure concorsuali dei diritti e degli obblighi dei partecipanti al sistema sorti prima dell'apertura della procedure concorsuali.

La norma ha per oggetto<sup>124</sup> i diritti e gli obblighi di *un partecipante* al sistema, e pertanto va riferita a tutti i partecipanti senza distinzione tra quello insolvente e gli altri: questo dato insieme al fatto che in modo altrettanto generico la norma si riferisce a

l'autore l'oggetto della disposizione non è affatto semplice, perché la terminologia usata è alcuni versi sintatticamente un *non sense*: non è infatti chiaro chi sia l'autore dell'*inserimento* (il partecipante, il sistema stesso?) né, ammesso che l'autore possa essere individuato, che cosa significhi *inserire* un diritto o un obbligo. È quindi perfettamente condivisibile la scelta di alcuni legislatori nazionali, tra cui quello italiano, di intendere la norma come riferita ai soli diritti e obblighi connessi con la partecipazione al sistema.

diritti e obblighi connessi con la partecipazione al sistema, pone il problema di definire quale sia la relazione tra l'effetto dell'art. 3, paragrafo 1 e quello dell'art. 7.

Al riguardo occorre tenere presente che l'art. 7 parla di effetto retroattivo della procedura in quanto tale mentre non si occupa, a differenza dell'art. 3, paragrafo 1 dei poteri che le leggi in materia di insolvenza riconoscono agli organi della procedura. In sostanza l'art. 7, dato il contesto nel quale è inserito (non bisogna infatti dimenticare che si tratta di una norma rivolta ai legislatori nazionali), stabilisce che le leggi nazionali (emanate, se già è prevista la retroattività della procedura concorsuale o da emanare) non possono vanificare il carattere definitivo degli obblighi e dei diritti sorti in relazione al funzionamento del sistema anticipando gli effetti di una procedura concorsuale a un momento anteriore all'emissione del provvedimento con cui la procedura viene dichiarata aperta.

6. La zero hour rule. Una delle preoccupazioni alle quali la direttiva cerca di fornire una risposta soddisfacente è l'esatta definizione della c.d. "ora zero" delle procedure di insolvenza, stabilendo una volta per tutte il momento a partire dal quale la procedura si considera aperta (c.d. zero hour rule) ai fini della definitività del regolamento tramite settleme: t system.

Il momento di apertura della procedura di insolvenza è definito dall'art. 6, paragrafo 1 come "momento in cui l'autorità giudiziaria o amministrativa ha emesso tale decisione". Il momento in cui l'autorità competente ha emesso la decisione con cui la procedura di insolvenza viene aperta non ha significato tassativo potendo significare indifferentemente, a titolo puramente esemplificativo, la data del provvedimento o quella della sua pubblicazione. Si tratta quindi di una norma che deve necessariamente essere integrata dalle leggi nazionali di attuazione. In questa sede è però necessario valutare se la direttiva abbia inteso in qualche modo vincolare i legislatori nazionali nella definizione dell'ora zero.

Il primo dato è costituito dal "momento in cui l'autorità giudiziaria o amministrativa ha emesso" la decisione di apertura della procedura. Il riferimento al momento di emissione della decisione di apertura, cioè al tempo del provvedimento, essendo l'unico riferimento temporale preciso preclude la fissazione del momento di apertura in un momento successivo, quale ad esempio il momento in cui la procedura comincia a produrre in tutto o in parte i suoi effetti (secondo quanto previsto, ad esempio, dall'art. 83 del testo unico bancario italiano).

Il secondo dato è costituito dalla nozione di *momento*. Inteso in senso letterale il momento indica un esatto spazio temporale, si tratta cioè di un riferimento non solo al *giorno* di emissione del provvedimento, ma anche all'ora di emissione. Date le caratteristiche di funzionamento dei sistemi di *settlement*, i quali prevedono che i singoli ordini di trasferimento possano essere identificati anche il relazione al *secondo* di immissione nel sistema, il momento va quindi riferito al giorno, all'ora e al minuto.

÷.

Molto più complesso è stabilire se il momento di emissione della decisione coincida con il momento in cui la decisione è stata emanata dall'autorità competente ovvero con quello in cui il provvedimento è reso conoscibile ai terzi con le forme di pubblicità previste dal diritto nazionale. La prima soluzione deve essere scartata perché, anche in considerazione dell'eccezionalità delle regole contenute nell'art. 3, non appare legittimo né giusto fare gravare sui terzi quest'ulteriore difficoltà. Occorre però dare atto che gli attuali sistemi di pubblicità legale dei provvedimenti oltre ad essere difficilmente conciliabili con la necessità di fissare con precisione l'ora di apertura della procedura, risulta spesso intempestiva (si pensi alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale per i provvedimenti di liquidazione coatta delle banche).

La direttiva prevede, comunque, un sistema di pubblicità semplificata. L'art. 6, paragrafo 2 prevede infatti che l'autorità che ha emanato il provvedimento notifichi immediatamente la decisione alle autorità competenti designate dal suo Stato membro, mentre il paragrafo 3 prevede la notifica immediata agli altri Stati membri da parte dello Stato membro nel quale è stata pronunciato il provvedimento.

L'effetto legale della notifica non viene chiarito ma, dati i destinatari, la ricostruzione che risulta più convincente è considerarla come una forma di pubblicità notizia. Infatti la notifica di cui al paragrafo 2 ha per destinatarie le "autorità competenti designate dal suo Stato membro": lo scopo della notifica sembra quindi quello di informare i soggetti che hanno la vigilanza sul sistema finanziario dell'avvenuta apertura di una procedura verso un partecipante a un sistema allo scopo di assumere i necessari provvedimenti, e questo scopo sembra essere comune alla notifica agli altri Stati membri prevista dal paragrafo 3. Quello che appare inspiegabile è la ragione per la quale non siano stati compresi tra i destinatari della comunicazione i sistemi di settlement a cui partecipa il soggetto dichiarato insolvente: pertanto, salvo il caso in cui il sistema di settlement venga considerato un'autorità competente dall'ordinamento nazionale, il sistema verrà informato dell'apertura della procedura come qualunque altro terzo, ovvero "per le vie gerarchiche" dal parte dell'autorità competente.

Poiché in base ai commi 2 e 3 dell'art. 6, è probabile che il sistema di settlement al pari dei partecipanti al sistema, vengano a conoscenza in via formale, cioè in un

 $\langle r \rangle$ 

modo espressamente previsto dalla legge, dell'apertura della procedura prima del momento di apertura rilevante ai fini della definitività, sarebbe stato forse opportuno prevedere che in questo caso il momento di apertura coincideva con quello della notificazione. Infatti mentre l'ipotesi regolata dal paragrafo 1 dell'art. 6 è un caso di pubblicità legale che soddisfa il requisito della conoscibilità di quanto pubblicato, le ipotesi di commi 2 e 3 dell'art. 6 sono casi di effettiva conoscenza dell'apertura della procedura.

Questa lacuna è tanto più grave, laddove si rifletta sull'eccezionalità delle regole contenute all'interno della direttiva.

L'altro momento rilevante ai fini della definitività è quello di immissione dell'ordine di trasferimento all'interno del sistema. Riguardo all'individuazione del momento di immissione dell'ordine nel sistema l'art. 3, paragrafo 3 stabilisce che il "momento in cui un ordine di trasferimento è immesso in un sistema è stabilito dalle regole di tale sistema. Qualora la legge nazionale che disciplina il sistema stabilisca le condizioni relative al momento di immissione, le regole del sistema devono essere conformi a tali condizioni."

In primo luogo va rilevato come la direttiva prenda in considerazione solo il momento di immissione degli ordini di trasferimento mentre non contiene alcun riferimento al netting. Al riguardo va ricordato che il netting non ha di per sé un'autonoma rilevanza, sia perché il suo presupposto sono ordini di trasferimento sia perché il pagamento dei saldi netti è a sua volta un ordine di trasferimento: questo è vero sia nel caso in cui il netting opera su base continua, in modo che i partecipanti al sistema abbiano sempre presente la propria posizione netta, sia nel caso in cui il sistema provveda al calcolo dei saldi netti a scadenze periodiche, ad esempio al termine di una giornata di borsa aperta.

Il secondo aspetto da prendere in considerazione è il potere, che la direttiva riconosce al sistema di settlement, di individuare il momento di immissione dell'ordine di trasferimento all'interno del sistema. L'unico requisito che il sistema è tenuto a rispettare è previsto, come mera ipotesi dal secondo periodo del paragrafo 3: se la legge nazionale regola le condizioni relative al momento di immissione, allora il sistema è tenuto a rispettare quelle condizioni. Il potere riconosciuto al sistema è pertanto assai vasto e l'unico limite sembra essere rappresentato dalle norme alle quali i singoli ordinamenti nazionali subordinano l'autorizzazione dei sistemi di settlement: in pratica i sistemi non potranno definire in modo arbitrario il momento di immissione dell'ordine di trasferimento, pena il diniego di autorizzazione per contrasto con le regole di sana e prudente amministrazione.

Sul piano del merito delle scelte legislative sarebbe stato comunque opportuno precisare in modo più chiaro il momento di immissione, allo scopo di uniformare i singoli sistemi nazionali e di agevolare la creazione di una situazione di maggiore certezza.

7. La legge applicabile al sistema. L'art. 8 della direttiva, formulando una regola di diritto internazionale privato, si pone su un piano completamente diverso rispetto alle norme viste finora che erano invece destinate al solo diritto interno. Esso stabilisce infatti che nel "caso in cui sia aperta una procedura di insolvenza nei confronti di un partecipante a un sistema, i diritti e gli obblighi derivanti dalla partecipazione stessa a tale sistema, o ad essa connessi, sono stabiliti in base alle regole che disciplinano detto sistema".

La regola rappresenta una fortissima limitazione all'imperatività delle norme in materia di insolvenza, tradizionalmente giustificata per l'appartenenza di queste ultime al c.d. ordine pubblico economico, in quanto il giudice dovrà giudicare i diritti e gli obblighi nascenti dalla partecipazione al sistema non in base al proprio ordinamento giuridico ma secondo le regole applicabili al sistema, cioè quelle dello stato membro nel quale il sistema ha la propria sede.

Il primo problema da prendere in considerazione è quello dell'ambito di applicazione della norma sotto il profilo soggettivo. L'art. 8 fa infatti riferimento ai diritti e agli obblighi derivanti dalla partecipazione del partecipante dichiarato insolvente, è quindi legittimo domandarsi se la norma trovi applicazione anche per i diritti e gli obblighi degli altri partecipanti al sistema. Il problema non si pone ovviamente per i diritti e gli obblighi che siano speculari rispetto a quelli dell'insolvente, ma per quelli che interessano altri partecipanti, in primo luogo nel caso in cui per effetto della legge applicabile le dirette controparti dell'insolvente siano poste nell'impossibilità di adempiere ai propri obblighi verso altri partecipanti: il che potrebbe verificarsi in tutti i casi di immissione di ordini di trasferimento dopo il momento di apertura della procedura.

Più in generale, occorre domandarsi se la direttiva abbia inteso riferirsi anche ai diritti e agli obblighi dei terzi che siano connessi o derivanti dalla partecipazione al sistema del partecipante insolvente. La formulazione della norma è piuttosto ampia, e questo lascerebbe propendere per la soluzione favorevole all'estensione della regola anche a soggetti terzi rispetto al partecipante insolvente. Questa interpretazione presuppone una definizione piuttosto netta di diritto e obbligo connesso a o derivante

dalla partecipazione al sistema, perché in caso contrario si aprirebbe la strada verso una grave incertezza circa l'ambito di applicazione della regola contenuta nell'art. 8. La soluzione più semplice sembra quella di considerare tali i soli diritti e obblighi che le regole del sistema abbiano direttamente attribuito al o posto a carico del partecipante insolvente e al terzo. Questa interpretazione è infatti coerente con quella che sembra essere la ratio dell'art. 8, cioè il tenere ferme le regole sulla base delle quali il sistema di settlement funziona, senza i colpi di scena legati all'applicazione di un ordinamento giuridico diverso.

Altri problemi sono legati all'ambito oggettivo di applicazione dell'art. 8 come norma di diritto internazionale privato.

Occorre constatare che l'applicazione dell'art. 8 presuppone l'apertura di una procedura di insolvenza di un partecipante al sistema. Questa limitazione permette di affermare che, al di fuori di questa ipotesi, la legge applicabile ai diritti e agli obblighi connessi o derivanti dalla partecipazione al sistema deve essere individuata secondo le regole generali di diritto internazionale privato.

L'ulteriore conseguenza di questo presupposto riguarda la legge richiamata, Il testo della norma contiene un generico riferimento alle regole che disciplinano il sistema di settlement, e pertanto sarebbe apparirebbe legittimo considerare richiamate le regole che disciplinano il sistema nella loro interezza. A sostegno di questa interpretazione, accanto all'argomento letterale la dottrina ha posto una considerazione di ordine sistematico, e cioè il fatto che l'art. 9 (1) del Regolamento 1346/2000 nel disciplinare la stessa materia si fa carico di precisare che il rinvio in esso contenuto va riferito alla sola legge fallimentare applicabile al sistema<sup>125</sup>. Occorre tenere presente che esistono validi argomenti anche a favore di una interpretazione restrittiva del rinvio contenuto nell'art. 8, che limiti il richiamo alla sola legge fallimentare applicabile al sistema. La dottrina ha infatti osservato che se si considera il richiamo come fatto all'intero ordinamento giuridico che regola il sistema e non alla sola legge fallimentare. l'art. 8 darebbe luogo a un non senso sotto il profilo della sistematica del diritto internazionale privato: sarebbe come dire, infatti, che l'ordinamento giuridico che regola il sistema può valere solo nel caso di insolvenza. A questa considerazione di ordine logico - giuridico occorre aggiungere quanto previsto dal diciassettesimo considerando della direttiva, e cioè che "la presente direttiva mira inoltre a determinare, nel caso di una procedura d'insolvenza relativa a un partecipante a un

M. Ooi, Shares and other securities in the conflict of laws, Oxford, 2003, pp. 225 ss..

sistema, quale legge fallimentare sia applicabile in merito ai diritti e agli obblighi di detto partecipante in relazione alla partecipazione a un sistema".

Il problema di maggiore rilievo legato all'ambito di applicazione dell'art. 8 è il suo rapporto con l'art. 9, paragrafo 2: entrambe le norme regolano diritti e obblighi dei partecipanti al sistema nel caso di apertura di una procedura concorsuale, ma la regola di diritto internazionale privato contenuta nelle due norme è profondamente diversa: l'art. 8 rinvia alle "regole che disciplinano detto sistema" mentre l'art. 9, paragrafo 2 rinvia alla legge dello stato membro nel quale si trovano il libro contabile, il conto o il sistema di deposito accentrato in cui è stato registrato il diritto di garanzia fornito a un partecipante in relazione alla partecipazione al sistema.

Poiché l'esatta definizione di tale rapporto presuppone l'esegesi dell'art. 9, essa verrà affrontata oltre. In questo paragrafo si può osservare che l'ambito di applicazione dell'art. 8 è assai più ampio di quello dell'art. 9, paragrafo 2, poiché la nozione di diritto comprende anche quella di diritto di garanzia che forma oggetto dell'art. 9.

8.1. I diritti del detentore di una garanzia in titoli nel caso di insolvenza del soggetto che ha fornito la garanzia. L'ambito di applicazione. L'art. 9 si propone l'ambizioso compito di formulare una norma di diritto internazionale privato applicabile nel caso di conflitti tra leggi in materia di regolamentazione dei diritti di garanzia costituiti in forma scritturale. Come emergerà nel corso di questo paragrafo è possibile affermare che il legislatore comunitario è riuscito solo in parte in questo intento.

L'art. 2, lett. m) definisce la garanzia in titoli come "tutte le attività realizzabili, fornite sotto forma di pegno (compreso il contante sotto forma di pegno), di operazioni pronti contro termine o contratti simili ovvero al fine di garantire diritti e obblighi che potrebbero sorgere in relazione a un sistema, ovvero fornite alle banche centrali degli Stati membri o alla futura Banca centrale europea".

La direttiva, molto opportunamente, ha deciso di non fare esclusivo riferimento a determinate forme tecniche di garanzia ma ha basato la definizione sulle finalità dello strumento contrattuale utilizzato, cioè la garanzia di diritti e obblighi che potrebbero sorgere in relazione a un sistema. Anche sotto il profilo dell'oggetto della garanzia la direttiva è stata molto permissiva e ha specificato che può trattarsi di qualunque attività realizzabile, cioè suscettibile di una successiva vendita. La direttiva fa espressamente riferimento al pegno di denaro: il che può apparire anomalo alla luce delle nostre categorie giuridiche ma che nella prassi finanziaria rappresenta una forma di garanzia molto utilizzata.

Accanto alla definizione generale di garanzia in titoli viene fornita una definizione specifica; secondo l'art. 2, lett. m) vanno considerate garanzia in titoli anche "le attività realizzabili, ...fornite alle banche centrali degli stati membri o alla futura Banca centrale europea". L'espressione impiegata non è delle più felici in quanto, intesa in senso strettamente letterale essa sta a significare che qualunque attività realizzabile fornita a una banca centrale è soggetta alle disposizioni della direttiva. Non viene infatti specificato se si tratta di attività realizzabili fornite a titolo di garanzia o ad altro titolo, se si tratta di attività realizzabili fornite alla banca centrale in relazione a un sistema di settlement né infine se si tratta di attività fornite in relazione alle funzioni proprie della banca centrale.

Anche ragionando in relazione alla *ratio* della definizione, cioè quella di individuare l'ambito di applicazione delle regole contenute nell'art. 9, che è l'unica norma della direttiva a regolare le garanzie in titoli, il riferimento contenuto nell'art. 2, lett. m) alle banche centrali appare del tutto privo di senso.

L'art. 9 ha per oggetto, infatti, i diritti dei partecipanti sulle garanzie in titoli fornitegli in relazione al sistema, e quelli delle banche centrali ad una garanzia in titoli a loro fornita senza ulteriori specificazioni. Questo seconda categoria di diritti ha per oggetto, in base all'art. 2, lett. m), sia le garanzie in titoli in senso stretto, sia le attività realizzabili fornite alle banche centrali; la previsioni del secondo trattino dell'art. 9, paragrafo 1, va quindi riferita ai diritti delle banche centrali a) sulle attività realizzabili fornitegli a titolo di garanzia; b) sulla attività realizzabili che siano state loro fornite dalle loro controparti.

In pratica, in base alla sola interpretazione letterale occorrerebbe concludere che l'art. 9 si applica non solo alle garanzie in senso stretto fornite ai partecipanti al sistema, ma anche alle attività realizzabili trasferite ad altre titolo alle banche centrali.

Questa interpretazione letterale contrasta con quanto previsto dal nono considerando della direttiva il quale limita la nozione di garanzia in titoli a quella più stretta nonché con quanto previsto dal decimo considerando che si limita a prevedere l'estensione della tutela delle garanzie in titoli alle operazioni delle banche centrali. Alla luce di queste considerazioni è ragionevole ritenere che la nozione di garanzia in titoli sia la medesima per i partecipanti e le banche centrali, e coincida con "tutte le attività realizzabili, fornite sotto forma di pegno (compreso il contante sotto forma di pegno), di operazioni pronti contro termine o contratti simili ovvero al fine di garantire diritti e obblighi che potrebbero sorgere in relazione a un sistema". Il senso della distinzione, presente sia nell'art. 2, lett. m) sia nell'art. 9, tra banche centrali e partecipanti ai sistemi risiede nella diverso ambito nel quale la garanzia viene prestata e cioè per i partecipanti

deve trattarsi di garanzie in titoli prestate in relazione al funzionamento del sistema di settlement mentre per le garanzie prestate alle banche centrali non è necessario alcur collegamento al sistema di settlement.

Per quanto attiene, ancora, all'ambito di applicazione dell'art. 9 nel caso di garanzie prestate alle banche centrali occorre tenere presente che il decimo considerando della direttiva giustifica l'estensione della tutela riconosciuta ai partecipanti a un sistema di settlement alle garanzie che assistono le operazioni delle banche centrali con l'esigenza di fornire un'adeguata tutela alle operazioni connesse alle funzioni proprie delle banche centrali, in primo luogo quelle di politica monetaria. Questa precisazione non viene riprodotta nel testo della direttiva, per cui occorre domandarsi se le operazioni delle banche centrali rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 9 siano tutte le operazioni poste in essere da queste ultime, o solo quelle connesse con le funzioni istituzionali. La domanda non è fuori luogo in quanto le banche centrali sono controparti di operazioni finanziarie anche estranee ai propri compiti istituzionali: si pensi al caso delle operazioni con le quali le banche centrali compiono atti di amministrazione del proprio patrimonio (ad esempio un'operazione di cartolarizzazione del proprio patrimonio immobiliare, la quale preveda la stipula di contratti di swap per tutelarsi contro il rischio di tasso di interesse), o più frequentemente per contro di terzi (ad esempio, e si tratta di un ipotesi comune nella pratica, la stipula di contratti finanziari relativi all'amministrazione del fondo pensione dei propri dipendenti).

L'interpretazione restrittiva, che è quella coerente con le finalità della direttiva, non trova conferma nel testo dell'art. 9, paragrafo 1 che afferma che i diritti della banche sulle garanzie in titoli non sono pregiudicati dall'apertura di una procedura di insolvenza nei confronti della controparte di detta operazione, né sembra che possa ricavarsi dalle altre disposizioni. Gli unici elementi su cui sembra potersi fare leva sono la nozione di operazione e quella di controparte della banca centrale, poiché nella prassi con questi termini si indicano rispettivamente l'operazione di politica monetaria e la controparte della banca centrale nell'operazione, ma si tratta di un argomento piuttosto fragile dato che si tratta di sostantivi dotati anche di un significato comune che non coincide con quello tecnico né da luogo a particolari difficoltà logiche. Purtroppo alcuni legislatori nazionali non hanno provveduto a correggere questa svista in sede di attuazione della direttiva, istituendo un privilegio in capo alla banche centrali di difficilissima giustificazione.

Per quanto attiene ancora l'ambito soggettivo di applicazione la dottrina ha rilevato che l'art. 9, paragrafo 1 prende in considerazione solo i diritti dei beneficiari

mentre non considera i diritti degli intermediari di cui i beneficiari si servano per l'acquisizione della garanzia, a differenza dell'art. 9, paragrafo 2 il quale estende espressamente il proprio ambito di applicazione anche al diritto "di un intestatario, agente o terzo che agiscono per conto di costoro"). La differenza non è di poco conto perché molto spesso gli attori del sistema finanziario operano attraverso intermediari 126.

8.2. segue. La tutela dei diritti di garanzia a favore dei partecipanti ai sistemi di settlement. La regola formulata dall'art. 9, paragrafo 1 è che i diritti dei partecipanti su una garanzia in titoli fornitagli in relazione ad un sistema non sono pregiudicati dall'apertura di una procedura concorsuale nei confronti del partecipante che ha fornito la garanzia. Di conseguenza il secondo periodo chiarisce che la garanzia può essere realizzata allo scopo di soddisfare i diritti del beneficiario. La norma persegue lo scopo di mettere il beneficiario della garanzia al riparo dagli effetti dell'apertura di una procedura concorsuale contro il datore, in quanto di regola le legislazioni in materia fallimentare pongono a disposizione degli organi della procedura strumenti idonei, al verificarsi di alcune condizioni, per il recupero da parte della massa di quanto fornito in garanzia.

Come per l'art. 3, paragrafo 1, si pone il problema di definire l'esatta portata della norma. Intesa in senso letterale essa significa che qualunque garanzia fornita in relazione alla partecipazione a un sistema è opponibile agli organi della procedura a prescindere dall'occorrenza nel caso concreto dei presupposti che in altre circostanze consentirebbero agli organi della procedura di fare dichiarare l'inefficacia della garanzia. In pratica ciò significa che anche quando ricorrono i presupposti per la revoca di cui all'art. 67, comma 1, n. 4 della legge fallimentare italiana o addirittura vi sia stato un accordo fraudolento delle parti per distrarre attività realizzabili allo scopo di favorire un creditore in danno di tutti gli altri, il liquidatore potrebbe vedersi opporre la disposizione attuativa dell'art. 9, paragrafo 1. Si tratta di una interpretazione gravissima per gli evidenti abusi ai quali si presta e che quindi non può essere accettata.

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> Uno dei problemi che l'art. 9 omette di regolare è quello della regola di diritto internazionale applicabile alle garanzie nell'ipotesi di insolvenza dell'intermediario presso il quale il relevant account viene tenuto. Secondo J. BENJAMIN, Cross – Border Proprietari Rights, in JIBFL, 1997, p. 6 ss, la legge applicabile sarebbe, in base ai principi in materia di insolvenza, quella del luogo di residenza dell'intermediario, senza che si renda necessario un norma ad hoc.

Una prima soluzione del problema può essere cercata nelle finalità della direttiva, cioè nella necessità di mettere al riparo il settlement dal pericolo legato all'applicazione di norme, originariamente non considerate dal sistema e/o dalle parti, tali da modificare il modo in cui il settlement ha distribuito diritti e obblighi. L'interpretazione dell'art. 9, paragrafo 1 potrebbe quindi coincidere con quella dell'art. 3, paragrafo 1: si tratta cioè di una norma che non svolge alcuna funzione allocativa della ricchezza ma che si limita a chiarire che il modo in cui il sistema di settlement ha operato non può essere modificato, pena l'aggravarsi del rischio sistemico a causa dell'incertezza legale. Questa interpretazione lascerebbe quindi integre tutte le azioni necessarie a ripristinare quanto previsto dal diritto comune in merito alla distribuzione finale della ricchezza.

. .

Il modo in cui normalmente operano i contratti di garanzia finanziaria potrebbe, tuttavia, porre non pochi problemi. Come si è detto, i contratti di garanzia contemplano sempre una clausola di *early termination* la quale prevede, tra l'altro, che in caso di apertura di una procedura di insolvenza le obbligazioni in essere tra le parti si considerano scadute anticipatamente rispetto al momento di apertura della procedura. Questa previsione, normale e funzionale alle finalità della garanzia finanziaria descritta nel capitolo primo, potrebbe con non troppa difficoltà essere fatta rientrare nell'ipotesi di cui all'art. 67, comma 1, n. 4 della legge fallimentare italiana. Qualora si accedesse alla tesi sopra esposta circa la portata dell'art. 9, paragrafo 1 ne conseguirebbe che anche al di fuori di ipotesi fraudolente, il partecipante non insolvente potrebbe vedersi avanzare un richiesta restitutoria da parte degli organi della procedura, con la conseguenza di vanificare completamente la tutela dell'art. 9, paragrafo 1. In alternativa a questa ricostruzione è forse possibile tenere fermo il significato letterale, ma ammettendo comunque l'applicazione dell'*exceptio doli generalis*.

8.3. segue. La legge applicabile ai diritti di garanzia dei partecipanti a sistemi di settlement. Molto più complessa è l'interpretazione dell'art. 9, paragrafo 2, il quale prevede che nei "casi in cui i titoli (compresi i diritti sui titoli) sono forniti come garanzia a partecipanti e/o alle banche centrali degli Stati membri o alla futura Banca centrale europea di cui al paragrafo 1 e il loro diritto (o il diritto di un intestatario, agente o terzo che agiscono per conto di costoro) sui titoli è legalmente registrato in un libro contabile, conto o sistema di deposito accentrato situato in uno Stato membro, la

determinazione dei diritti di tali enti come detentori dei titoli costituiti in garanzia è disciplinata dalla legge di detto Stato membro."<sup>127</sup>

La norma si fa carico di risolvere il problema della legge applicabile alle garanzie costituite mediante registrazioni contabili, ma le numerose limitazioni che sono desumibili dalla stessa disposizione rendono dubbio il raggiungimento di questo scopo.

A differenza delle disposizioni che la precedono e in particolare di quella contenuta nell'art. 8, l'applicazione della norma non viene espressamente subordinata all'apertura di una procedura di insolvenza. Questo dato appare però in contrasto sia con il titolo della sezione quarta della direttiva (cioè "Isolamento dei diritti del detentore di una garanzia in titoli dagli effetti dell'insolvenza del datore"), in cui la norma è inserita, sia con il contenuto del primo paragrafo. L'interpretazione più ampia, accolta da parte dei legislatori nazionali, appare preferibile in quanto anche il ventesimo considerando della direttiva attribuisce all'art. 9, paragrafo 2 la funzione di assicurare l'applicazione della legge dello stato di tenuta del conto nel caso di controversie circa i titoli che formano oggetto della garanzia.

Oggetto della disposizione sono i diritti sui titoli forniti come garanzia a partecipanti, a banche centrali degli stati membri o alla banca centrale europea quando questi diritti siano stati legalmente registrati in un libro contabile, conto o sistema di deposito accentrato situato in uno stato membro. La lettura più semplice dell'avverbio legalmente è ritenere che la direttiva abbia inteso in questo modo affermare che la garanzia deve essere stata costituita in conformità alla legge del luogo di tenuta del conto. Questa lettura trova espressa conferma nel ventesimo considerano, dove viene chiarito che la funzione dell'art. 9, paragrafo 2 è quella di dare tutela alle garanzie in

Payment and Securities Settlement Systems – is the end of the story or is it just the beginning?, in International Financial Management, 1999, p. 41 ss. sarebbe possibile estendere l'ambito di applicazione dell'art. 9, paragrafo 2, oltre i limiti indicati nello stesso articolo 9. In particolare secondo questi autori sarebbe possibile svincolare la regola contenuta nell'art. 9, paragrafo 2 dalla descrizione di diritto di garanzia a cui fa riferimento il paragrafo 1, liberandosi così dalla necessità che si tratti di diritti di garanzia sorti nell'ambito di un sistema di settlment quale definito dalla direttiva. Questa interpretazione sarebbe resa possibile dal fatto che l'art. 9, paragrafo 2 non richiama espressamente la nozione di garanzia del paragrafo 1: si tratta evidentemente di un argomento debolissimo.

In genere le legislazioni in materia di settlment finality hanno adottato la c.d. narrow position (es. Financial Markets and Insolvency (Settlement Finality) Regulations 1999 – SI 2979 of 1999 made under the European Communities Act 1972).

titoli che siano valide ed effettive in base alla legge dello stato nel quale il conto si trova. Il che, se da un lato è coerente con il disegno della direttiva di prevenire "sorprese" circa la legge applicabile, dall'altro limita notevolmente l'ambito di applicazione della previsione, poiché come più volte ripetuto il problema dei contratti di garanzia finanziaria non è rappresentato dalle garanzie tipiche, ma da quelle atipiche cioè quelle non riconosciute, o dal riconoscimento dubbio, da parte di un determinato ordinamento nazionale, né d'altra parte è concepibile che i sistemi di settlement limitino l'ingresso alle sole garanzie tipiche che nella prassi finanziaria hanno spesso natura residuale.

Ancora in merito all'oggetto va osservato che il presupposto della registrazione legale della garanzia in titoli potrebbe risultare di non facile applicazione in tutti quei casi in cui vi sia stato trasferimento dei titoli senza espresso riferimento alla dazione in garanzia: il che si verifica in tutti i casi di *outright transfers* nei quali appunto la funzione di garanzia del trasferimento risulta esclusivamente dagli accordi tra le parti i quali di regola non formano oggetto di espressa registrazione né sembra possibile ipotizzare la richiesta da parte del sistema di *settlement* della causa del trasferimento.

Altri problemi derivano dal luogo di tenuta del conto, che rappresenta il criterio di collegamento della regola di diritto internazionale privato contenuta nell'art. 9, paragrafo 2. La norma prevede infatti che questo deve trovarsi in uno stato membro, il che presupporrebbe una perfetta tranquillità circa la nozione di luogo di tenuta del conto. Quest'ultimo infatti può essere agevolmente identificato nel caso in cui il conto risulti da un supporto cartaceo, cioè da un "libro" nel senso tradizionale del termine. Ma dati gli attuali mezzi tecnici a disposizione del mercato finanziario il libro contabile è ormai esclusivamente un sistema elettronico di archiviazione nel quale non ha alcuna importanza il luogo nel quale si trova fisicamente il file, e quindi il computer nel cui supporto di registrazione di massa il file è registrato. Alla scelta del luogo in cui situare detto computer contribuiscono i fattori più disparati: da quello del costo del lavoro, alla variabile fiscale o alla necessità di un luogo sicuro contro attacchi di varia natura. È quindi evidente che il legislatore comunitario avrebbe dovuto prestare maggiore attenzione nell'individuare il criterio di collegamento: ciò avrebbe permesso sia di rendersi conto delle difficoltà sopra indicate sia del problema, molto più grave, dell'impossibilità materiale di individuare il locus rei sitae dei titoli immessi in un sistema di settlement se non attraverso l'adozione di un criterio puramente convenzionale.

Un'altra circostanza che la direttiva non sembra avere adeguatamente considerato è la possibilità che il conto nel quale vengono regolati i rapporti relativi alla

partecipazione a un sistema soggetto alla legge di uno stato membro venga tenuto, ad esempio per ragioni fiscali, in uno stato non membro (la scelta del luogo di istituzione dei back offices è quasi sempre effettuata sulla base di motivazioni fiscali).

La norma trascura inoltre di considerare che la legge dello stato nel quale si trova il conto da cui risulta la garanzia potrebbe essere diversa da quella dello stato nel quale i titoli dati in garanzia sono registrati ad altro titolo. L'ipotesi è quella in cui i titoli dati in garanzia nell'ambito di operazione tra i partecipanti a un sistema di settlement residente nello stato membro A e attraverso quel sistema, si trovino in regime di deposito accentrato in un sistema di gestione accentrata residente nello stato B: la direttiva non indica la legge applicabile nel caso in cui sorga contemporaneamente una controversia tra i partecipanti in relazione aila garanzia e tra il sistema A e il sistema B in relazione a quegli stessi titoli.

La lettera della norma non chiarisce l'estensione del rinvio alla legge dello stato membro nel quale è situato il conto in cui è registrata la garanzia in titoli. Questa lacuna potrebbe porre alcuni problemi in sede di applicazione.

In primo luogo occorre ricordare che molto spesso l'esatta definizione dei diritti sui titoli costituiti in garanzia è affidata al contratto concluso dalle parti piuttosto che alla legge dello stato in cui si trova il conto. Si pensi in particolare alle garanzie attuate mediante outright transfers laddove le parti ricorrono al trasferimento della proprietà in funzione di garanzia. In questi casi la regola seguita dai master agreement è quella di assoggettare il contratto a una legge scelta dalle parti, normalmente quella inglese o a quella di uno degli ordinamenti giuridici statunitensi, spesso la legge di New York. La regola dell'art. 9, paragrafo 2 dato il suo tenore letterale potrebbe essere tranquillamente interpretata come norma che assoggetta alla legge dello stato di tenuta del conto anche profili che le parti avevano assoggettato ad un'altra legge.

L'altro profilo che occorre considerare nel precisare l'ambito e la portata del rinvio riguarda l'ipotesi in cui sorga un contrasto tra la legge richiamata dall'art. 9, paragrafo 2 e un principio di ordine pubblico dello stato in cui risiede il giudice adito. L'art. 9 non afferma la propria prevalenza sull'ordine pubblico interno, come accaduto per altre norme comunitarie. e pertanto il giudice potrebbe escludere l'applicazione delle norme dello stato in cui il conto è tenuto invocando questo principio. Il che è particolarmente grave nel caso in cui la questione sulla legge applicabile alle garanzie sorga in sede concorsuale, poiche le regole in materia sono generalmente considerate parte del c.d. ordine pubblico economico. A questo proposito occorre considerare la sovrapposizione, di cui si dirà oltre, tra l'art. 9 e l'art. 8 nel caso di apertura di una

procedura concorsuale, il quale fa certamente salvi i diritti costituiti in relazione alla partecipazione al sistema, ivi compresi i diritti di garanzia tra partecipanti.

L'ultimo aspetto da prendere in considerazione nel valutare le modalità del rinvio contenuto nell'art. 9, paragrafo 2 è se la norma precluda il c.d. rinvio oltre, che si verifica quando la legge richiamata da una disposizione di diritto internazionale privato contiene a sua volta un rinvio ad altra legge. La lettera della direttiva è piuttosto generica, ma la tesi della preclusione del rinvio oltre appare più convincente perché basata su considerazioni di ordine funzionale e sistematico. Sotto il primo profilo, lo scopo della direttiva è quello di armonizzare la legislazione degli stati membri e pertanto ammettere il rinvio ad altra legge significherebbe porre in discussione il conseguimento di questo scopo; sotto il profilo sistematico è stato osservato che gli art. 8 e 9 della direttiva contengono il rinvio alla sola legge di stati membri.

8.4. Il rapporto tra l'art. 8 e l'art. 9, paragrafo 2. Come si è più volte indicato uno dei problemi più importanti posti dalla direttiva attiene ai rapporti tra l'art. 8 e l'art. 9, paragrafo 2, poiché entrambe le norme si propongono lo scopo di individuare la legge applicabile ai diritti dei partecipanti al sistema. L'art. 8 ha infatti un ambito di applicazione molto vasto rappresentato dai "diritti e gli obblighi derivanti dalla partecipazione stessa a tale sistema, o ad essa connessi", tale da comprendere i diritti di garanzia che formano oggetto dell'art. 9, paragrafo 2.

La sovrapposizione di per sé stessa non rappresenterebbe un grosso inconveniente, se non fosse che l'art. 9, paragrafo 2 utilizza un criterio di collegamento, quello del luogo di tenuta del conto, diverso da quello dell'art. 8, quello della legge applicabile al sistema.

Ragionando in un'ottica pragmatica si potrebbe pensare che si tratti di una differenza di poco conto: in concreto infatti i sistemi di settlement hanno sede nello stesso stato nel quale vengono tenuti i conti di regolamento, e pertanto la legge regolatrice del sistema sarà di regola le stessa dello stato nel quale il conto viene tenuto. Occorre tuttavia ricordare che a norma dell'art. 2, lett. a), secondo trattino, la legge regolatrice del sistema può essere scelta dai partecipanti tra le leggi degli stati membri della UE, con il solo limite che almeno uno dei partecipanti deve risiedere nello stato alla cui legge il sistema è stato assoggettato. In merito a questa regola è opportuno sottolineare che il sistema in quanto tale è un accordo tra i partecipanti ed è quindi diverso dagli enti che, con diversi ruoli, si occupano di dare attuazione a detto accordo, e cioè l'agente di regolamento, la controparte centrale o la stanza di compensazione:

questo aspetto permette di comprendere meglio il motivo per il quale la legge applicabile al sistema non è necessariamente legata a un luogo fisico (es. la sede della controparte centrale).

È quindi possibile concludere che l'art. 9, paragrafo 2 costituisce un'eccezione al principio enunciato dall'art. 8 sulla legge applicabile ai diritti connessi alla partecipazione al sistema e che pertanto la legge applicabile ai diritti di garanzia sia nell'ambito di procedure concorsuali sia al di fuori di queste va individuata nella legge dello stato membro nel quale il conto viene tenuto, con tutto ciò che ne deriva nel caso in cui non sia possibile individuare detto conto, ovvero nel caso (molto più frequente nella pratica per ragioni fiscali) in cui il conto non sia aperto in uno stato membro 128.

9. La tutela dei soggetti diversi dai partecipanti ai settlement systems. Data l'eccezionalità delle regole sopra esaminate e le gravissime conseguenze che esse pongono a carico dei soggetti non partecipanti ai sistemi di settlement sia nell'ambito delle procedure concorsuali che al di fuori di queste, sarebbe stato ragionevole attendersi dal legislatore comunitario una notevole attenzione verso le ragioni dei soggetti non partecipanti al sistema. Anche perché se è vero che la funzione della direttiva è tutelare l'interesse macroeconomico all'integrità dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli, è altrettanto vero che le norme centrali della direttiva, cioè l'art. 3

potrebbe risolversi considerando il richiamo contenuto nell'art. 9, paragrafo 2 e l'art. 8 potrebbe risolversi considerando il richiamo contenuto nell'art. 9, paragrafo 2 come riferito alla legge dello stato del relevant intermediary ma non alla legislazione sull'insolvenza di tale stato: così M. VREEKEN, Reducing systemic risk in payment and securities settlement systems, in Journal of Financial Regulations and Compliance, 1998, p. 124 allo scopo di coordinare l'art. 9, paragrafo 2 con la previsione dell'art. 8 qualora le regole in materia di insolvenza dello stato individuato ai sensi dell'art. 9, paragrafo 2 non offrano le stesse garanzie della legge applicabile al sistema individuata ai sensi dell'art. 8. Sempre nell'ambito delle teorie che cercano si superare il problema sopra indicato va segnalato quanto viene sostenuto da J. RICHARD; M. EVANS, The European Union Directive on Settlment Finality in Payment and Securities Settlement Systems – is the end of the story or is it just the beginning?, in International Financial Management, 1999, p. 49 ss. secondo i quali l'art. 9, paragrafo 2 si limiterebbe a individuare la legge applicabile alle materie connesse con il luogo in cui gli strumenti finanziari si trovano così che l'impatto dell'insolvenza sulle garanzie, attenendo la diversa materia dell'insolvenza, sarebbe regolato dalla regola di diritto internazionale privato applicabile a quest'ultima, cioè la legge individuata ai sensi dell'art. 8.

paragrafo 1 e l'art. 9, paragrafo 2 possono trovare applicazione anche al di fuori dei casi di insolvenza di un partecipante al sistema.

La principale previsione a tutela dei terzi è contenuta nel quarto alinea dell'art. 10, il quale prevede che "chiunque abbia un interesse giuridicamente tutelato può chiedere a un ente informazioni sui sistemi cui esso partecipa nonché sulle regole fondamentali che disciplinano il funzionamento di tali sistemi".

La direttiva ha scelto quindi di tutelare i terzi attraverso l'informazione e la trasparenza circa il funzionamento dei sistemi di settlement a cui aderisce il partecipante. Lo strumento potrebbe in linea di principio essere funzionale alla scelta da parte dei soggetti non partecipanti delle controparti più convenienti in termini di tutela dei propri diritti, ad esempio di quelle che aderiscono a sistemi di settlement assoggettati a leggi che prevedono una maggiore tutela dei terzi in sede concorsuale nonostante i limiti introdotti dalla direttiva. Ma le cautele delle quali la direttiva circonda l'ambito di applicazione della norma sono idonee a pregiudicare questa sia pure limitata funzione.

La norma infatti conferisce la possibilità di chiedere informazioni a "chiunque abbia un interesse giuridicamente tutelato". Che cosa sia questo interesse giuridicamente tutelato la norma non lo dice con ciò aggravando una limitazione che appare del tutto ingiustificata in relazione agli interessi sopra indicati: di certo non potrà invocare un interesse giuridicamente tutelato il soggetto che sta ancora valutando a quale partecipante rivolgersi. Spetterà quindi agli enti decidere, in base ad una propria valutazione discrezionale, chi abbia un interesse giuridicamente tutelato ad accedere alla preziosa informazione.

Anche il contenuto della comunicazione appare limitato essendo tali le "informazioni" e le "regole fondamentali": anche in questo caso viene rimesso alla buona volontà dei singoli partecipanti l'indicazione delle circostanza che potrebbero assumere rilievo.

10. La natura dei diritti dei partecipanti ai sistemi di settlement. La direttiva sulla settlement finality rappresenta il primo intervento normativo dotato di una certa organicità sulla regolamentazione dei diritti dei partecipanti ai sistemi di settlement. Date le finalità perseguite il legislatore comunitario ha preferito un approccio diretto alla regolamentazione degli effetti (degli ordini di trasferimento, del netting, delle garanzie finanziarie) piuttosto che alla determinazione delle fattispecie. Esemplare al riguardo è la nozione di ordine di trasferimento, che viene definita come ogni istruzione

etc. diretta al trasferimento. Questa tecnica è d'altra parte coerente con la necessità di non delimitare l'ambito di applicazione della direttiva a fattispecie tipiche, sia pure solo socialmente.

La conseguenza di questa tecnica è il totale disinteresse verso la natura obbligatoria o reale delle posizioni giuridiche soggettive che si creano all'interno del sistema di settlement. Il legislatore non si è preoccupato di definire come reale o obbligatoria una determinata posizione del partecipante e di trarne poi le conseguenze sul piano della disciplina applicabile, ma molto più semplicemente ha sancito che determinati effetti voluti dalle parti o dalle regole di funzionamento del sistema non possono più essere messi in discussione dall'apertura di una procedura concorsuale, ovvero ha stabilito quale legge applicare nel caso di controversie su quella posizione.

Se questo è il quadro, cercare nella direttiva la risposta al problema della natura giuridica dei diritti dei partecipanti al sistema potrebbe rivelarsi un'operazione fine a se stessa: la direttiva ad esempio ha riconosciuto l'opponibilità ai terzi a un atto avente natura contrattuale quale l'ordine di trasferimento, così come nel regolare i diritti derivanti dalla partecipazione al sistema ha scelto di fare rinvio alla legge regolatrice del sistema, senza alcuna distinzione tra diritti di credito e le posizioni assimilabili ai diritti reali tradizionalmente regolate dalla legge del locus rei sitae.

L'aspetto più sorprendente di questa tecnica è rappresentato dal modo in cui il legislatore ha affrontato il problema della tutela dei terzi rispetto agli effetti per loro pregiudizievoli che gli accordi tra i partecipanti al sistema possono produrre. Le leggi nazionali conoscono deroghe al principio generale dell'inefficacia del contratto nei confronti dei terzi (che nel nostro ordinamento trova formulazione al secondo paragrafo dell'art. 1372 c.c.) ma si premurano di considerare espressamente tali casi come eccezioni. Tra i correttivi noti ai singoli ordinamenti giuridici figura la pubblicità dei contratti, e in generale degli atti negoziali, ai quali la legge riconosce efficacia erga omnes. Apparentemente anche il legislatore comunitario sembra avere seguito questa strada con la previsione contenuta nell'art. 10. Ma una lettura più attenta rivela che la norma non riconosce alcun tipo di garanzia sostanziale. L'art. 10 attribuisce a chi abbia un interesse giuridicamente tutelato la mera possibilità di conoscere i principi fondamentali e le regole di funzionamento: ammesso che si possa parlare di pubblicità, dato il riferimento all'interesse giuridicamente tutelato, è evidente che la norma non tutela in alcun modo i terzi perché essa preclude l'accesso alle informazioni davvero rilevanti e note al sistema, cioè quelle relative alle singole operazioni e alle controparti delle stesse.

## CAPITOLO VI

LE GARANZIE FINANZIARIE NEI MERCATI *OTC* E LA DISCIPLINA DELLA *SETTLEMENT*FINALITY. IL DECRETO LEGISLATIVO 12 APRILE 2001, N. 210.

Sommario: 1. Introduzione. La legge comunitaria 1999; 2. L'ambito di applicazione. Il problema del riconoscimento dei partecipanti indiretti; 3.1. La definitività del settlement; 3.2. segue. La prova della scientia decoctionis; 4. Gli altri elementi costitutivi della definitività; 5. La zero hour rule; 6. La legge applicabile al sistema. Rinvio; 7. I diritti del partecipante; 8.1. L'attuazione dell'art. 9 della direttiva. Il diritto alla garanzia; 8.2. segue. La disciplina dei contratti a termine; 9.1. La legge applicabile ai diritti di garanzia; 9.2. La legge applicabile agli strumenti finanziari non dematerializzati.

1. Introduzione. La legge comunitaria 1999. La legge 21 dicembre 1999, n. 526 (c.d. legge comunitaria 1999) ha conferito al governo italiano la delega a dare attuazione alla direttiva 98/26/CE, e all'art. 18 ha fissato i principi e i criteri direttivi da osservare. La stragrade maggioranza di questi principi e criteri riproducono a grandi linee il contenuto dei considerando della direttiva o di norme in essa contenute, con l'unica differenza rappresentata dal riferimento, accanto alle procedure concorsuali in generale, alla sospensione dei pagamenti che come è noto caratterizza (art. 74 T. U. B.) anche la procedure di amministrazione straordinaria delle banche pur non avendo quest'ultima procedura necessariamente una finalità liquidativa.

Meritano invece maggiore attenzione il contenuto delle lettere g) e h) dell'art. 18. La lettera g) impone il "coordinamento della disciplina di attuazione della direttiva, per il perseguimento delle finalità della stessa, con le norme previste dall'ordinamento interno, in particolare in materia di procedure concorsuali e sospensione dei pagamenti". Data l'eccezionalità delle regole contenute nella direttiva rispetto ai principi del diritto comune e dello stesso diritto concorsuale, la necessità del coordinamento con le norme previste dall'ordinamento interno si rivela un obbligo dal contenuto ambivalente: essa potrebbe infatti significare sia che il legislatore delegato ha la possibilità di derogare al diritto comune e concorsuale, sia il contrario cioè che le disposizioni da emanare dovranno permettere la convivenza tra le norme della direttiva e quelle del diritto comune e concorsuale.

Altrettanto interessante è il contenuto della lettera h), che chiede al governo la "introduzione di disposizioni volte a ridurre i rischi connessi ai rapporti intercorrenti

tra i partecipanti diretti ai sistemi di pagamento e di regolamento titoli e gli intermediari per conto dei quali essi operano, in relazione alle specifiche modalità di funzionamento di tali sistemi". Essa affronta il problema, in precedenza segnalato, della mancata inclusione dei partecipanti indiretti ai sistemi di settlement da parte della direttiva. La previsione dell'art. 18, comma 1 lett. h) ha quindi contenuto innovativo e la sua congruità alle previsioni della direttiva dovrà formare oggetto di autonoma considerazione.

Per ragioni di semplicità espositiva i problemi posti dalle norme italiane sulla settlement finality verranno trattati secondo lo stesso schema osservato nell'esporre le disposizioni della direttiva<sup>129</sup>.

ANGELINI, An assessment of systemic risk in the italian clearing system, Roma, 1993; A. B. I., Linee di riforma della legge fallimentare, in Bancaria, 2000, n. 10, 10; F. CALLEGARO, Il. Testo Unico della Finanza e la gestione accentrata di strumenti finanziari, in Bancaria, 2000, n. 1, p. 38; R. BRIZI, Efficienza e affidabilità dei sistemi di pagamento di importazza sistemica: i nuovi principi fondamentali, in Bancaria, 2000, n. 12, p. 62; E. CERVONE, Una nuova configurazione del sistema di deposito secondo il progetto Monte Titoli, in Bancaria, 2000, n. 4, p. 54; C. TRESOLDI, Tendenze in atto nei sistemi di regolamento dei titoli, in Bancaria, 2000 n. 10, p. 74; ID., Le istituzioni di deposito accentrato al servizio della politica monetaria e dei mercati, in Bancaria, 1998, n. 3, p. 88; C. SANTINI, Prospettive di evoluzione dei mercati a seguito del recepimento della direttiva Eurosim. Il ruolo della Monte Titoli, in Bancaria, 1997, n. 3, p. 83; MONTE TITOLI (a cura di), Gestione accentrata ed efficienza dei mercati mobiliari, Roma, 1997.

Sul recepimento della direttiva: M. C. MALAGUTI, La Direttiva sulla Settlement Finality per il corretto operare della politica monetaria e della stabilità dei prezzi, in Atti del Convegno II recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; C. TRESOLDI, Gli effetti della definitività sul sistema dei pagamenti in Italia, in Atti del Convegno II recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlment Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; R. LENER, Il momento di apertura della procedura di insolvenza e l'irretroattività dei suoi effetti sugli ordini di trasferimento, in Atti del Convegno II recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; S. BONFATTI, Definitività delle operazioni compiute nell'ambito dei sistemi di pagamento e procedure concorsuali, in Fallimento, 2001, p. 861; D'AMBROSIO, Art. 71 - Definitività del regolamento avente ad oggetto strumenti finanziari, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), Commentario al T. U. F., Padova, 1998; A. D'ANTONI, La direttiva della settlement finality. Gli effetti della nuova legislazione sulla stabilità finanziaria del mercato italiano, in Atti del Convegno II recepimento in tualia della Direttiva sulla Settlement Finality:

2. L'ambito di applicazione. Il problema partecipanti indiretti. Gli aspetti critici della direttiva sotto il profilo dell'ambito di applicazione riguardavano la nozione di sistema e quella di partecipante.

I problemi segnalati in merito alla nozione di sistema non sono stati risolti dall'art. 1, comma 1, lett. r) che definisce il sistema ai fini della legge italiana: l'ambito di applicazione è limitato ai soli sistemi regolati dalla legge di uno stato membro, e viene riprodotta la regola secondo la quale almeno un partecipante deve risiedere nello stato membro la cui legge è applicabile al sistema, senza chiarire se questo requisito sia richiesto al tempo della scelta della legge applicabile al sistema o anche in seguito. È quindi logico confermare la preoccupazione già espressa circa le conseguenze del trasferimento della sede sociale dell'unico partecipante al sistema residente nello stato membro la cui legge è applicabile al sistema.

Molto più articolate sono state le scelte della legge italiana in merito alla nozione di partecipante. L'art. 1, lett. n) comprende nella nozione di partecipante, accanto ai soggetti indicati dalla direttiva, i sistemi di garanzia dei partecipanti a un sistema e l'art. 1, lett. t) precisa che sono tali i sistemi di cui agli artt. 68, comma 1 e 69, comma 2 del testo unico della finanza, cioè rispettivamente i sistemi di garanzia dei contratti aventi per oggetto strumenti finanziari non derivati conclusi nei mercati regolamentati e i sistemi per la garanzia del buon fine e della liquidazione delle operazioni aventi per oggetto strumenti finanziari non derivati.

La più ampia nozione di partecipante è giustificata dalle caratteristiche del sistema italiano di *settlement* presso il quale, principalmente per ragioni storiche, si sono sviluppati sistemi di garanzia distinti da quelli destinati al regolamento vero e proprio: questa differenza ha poi avuto precise conseguenza sul piano istituzionale con

il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; F. MAZZINI, Riconosciuta la definitività degli ordini di trasferimento, in Guida Normativa, 19 giugno 2001, p. 16; SABBATINI, Efficienza più sicurezza: i vantaggi offerti dal recepimento sulla settlement finality, in Atti del Convegno II recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001; F. MAZZINI, L'attuazione delle direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2001, p. 165 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, La direttiva comunitaria n. 98/26 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli, in Banca, Borsa, tit. cred., 1999, 1, 371 e ss..

l'affidamento a soggetti diversi del ruolo di gestore delle singole fasi, e con l'utilizzo dei sistemi di regolamento in senso stretto da parte dei sistemi di garanzia per fare affluire al sistema di regolamento le risorse necessarie per l'adempimento. Questo dato differisce spesso profondamente dalla realtà conosciuta da altri sistemi finanziari nei quali le diverse funzioni sono svolte da un unico soggetto, di regola la controparte centrale.

Come si è anticipato molto più complesso è stabilire se la legge abbia dato rilievo, e in quale modo, alla categoria dei partecipanti indiretti. L'art. 18, comma 1, lett. h) della legge delega lasciava infatti intendere che il legislatore delegato avrebbe dovuto dare una disciplina alla posizione dei partecipanti indiretti ai sistemi di settlement, a prescindere dalla natura dell'attività svolta. Nel definire i partecipanti indiretti la legge non si è discestata da quanto precisto dall'art. 2, lett. g) della direttiva, essendo tali ai sensi dell'art. 1, lett. o le banche italiane o comunitarie note al sistema, in base alle regole del sistema "i cui ordini di trasferimento indicati alla lettera m), numero 1), nell'ambito del sistema medesimo sono eseguiti da un partecipante in nome proprio in base a un vincolo contrattuale". In pratica le imprese di investimento e tutti gli altri soggetti indicati nell'art. 1, lett. h) possono essere partecipanti diretti al sistema ma non partecipanti indiretti ai fini della disciplina contenuta nella legge.

La legge ha tuttavia introdotto una definizione non presente nella direttiva, quella di *intermediario* di cui all'art. 1 lett. 1) e ne ha fatto il presupposto per l'applicazione di una serie di regole completamente nuove, contenute nell'art. 6. L'art. 1, lett. 1) definisce intermediari i soggetti indicati nella lett. h), numeri 1 e 2, cioè le banche e le imprese di investimento italiane e comunitarie, che non partecipino a un sistema. Il senso della definizione è però chiarito solo dall'art. 6 della direttiva il quale precisa che si tratta delle banche e delle imprese di investimento per conto delle quali il partecipante al sistema esegue ordini di trasferimento, in una parola di tratta dei partecipanti indiretti al sistema. L'art. 18 della legge delega può dirsi quindi rispettato, ma come si dirà in seguito possono essere avanzate numerose critiche al modo in cui la posizione dei partecipanti indiretti è stata regolamentata.

3.1. La definitività del settlement. L'art. 2, comma 1<sup>130</sup> accorpa in un'unica previsione i due alinea del primo paragrafo dell'art. 3 della direttiva, senza risolvere i numerosi dubbi che l'art. 3, comma 1 della direttiva sollevava.

Anche per la legge italiana il problema di maggiore rilievo teorico e pratico è rappresentato dal significato da attribuire all'opponibilità ai terzi degli ordini di trasferimento, del netting e dei conseguenti pagamenti e trasferimenti immessi nel sistema prima dell'apertura di una procedura concorsuale. L'interpretazione letterale ha infatti conseguenze dirompenti sui sistemi di diritto comune e concorsuale oltre che sul piano della giustizia sostanziale. La lettera a) dell'art. 2 della legge dice infatti che gli ordini di trasferimento etc. sono come tali opponibili ai terzi ivi compresi gli organi della procedura, senza alcun riferimento all'operazione su cui l'ordine di trasferimento si basa, il che potrebbe significare una specie di sanatoria di operazioni illegittime, cioè affette da vizi di validità, o fraudolente. Le conclusioni raggiunte nello studio della direttiva in merito a questo problema pertanto possono essere interamente richiamate in questa sede.

Per quanto attiene alla vincolatività degli ordini di trasferimento etc., la legge specifica che i destinatari di questo effetto sono i partecipanti al sistema, mentre la direttiva affermava in modo molto più generico che essi erano legalmente vincolanti. Questa specificazione potrebbe essere intesa nel senso che gli ordini di trasferimento etc. hanno effetto nei confronti di tutti i partecipanti al sistema, compresi quelli che non hanno preso parte all'ordine di trasferimento, al netting o agli atti necessari all'adempimento, ma questo non toglie che il significato della norma rimane oscuro. perché riguardo al netting va rilevato che i partecipanti si assoggettano agli effetti dello stesso nel momento dell'adesione al sistema in forza di un espresso accordo, mentre riguardo agli ordini di trasferimento la forza vincolante deriva dal contratto: in pratica il legislatore avrebbe confermato quello che già poteva desumersi dai principi in materia di contratto. Va tuttavia dato atto che in questo modo il legislatore italiano ha escluso sul nascere ogni interpretazione volta a ricavare dal testo dell'art. 3 della direttiva l'opponibilità ai terzi degli ordini di trasferimento e del netting anche al di fuori delle procedure concorsuali.

vincolanti tra i partecipanti a un sistema, e nel caso di apertura di una procedura concorsuale sono opponibili ai terzi, compresi gli organi della procedura medesima, se gli ordini di trasferimento: a) sono stati immessi nel sistema prima del momento di apertura della procedura d'insolvenza; b) sono stati immessi nel sistema successivamente al momento di apertura della procedura d'insolvenza ed eseguiti il giorno stesso dell'apertura, qualora l'agente di regolamento o la controparte centrale o la stanza di compensazione provi che al momento dell'immissione non era a conoscenza dell'apertura della procedura né avrebbe dovuto esserlo".

Il preoccupante quadro degli effetti che concorrono a definire la settlement finality è completato, salvo quanto si dirà infra, dall'art. 2, comma 3 che innovando rispetto alla direttiva prevede che nessuna "azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare nei confronti del sistema la definitività degli ordini di trasferimento, della compensazione e dei conseguenti pagamenti e trasferimenti di cui al comma 1". Le differenze non sono di poco conto. L'art. 3 della direttiva stabilisce che le regole sull'inefficacia dei contratti e delle operazioni conclusi prima dell'apertura della procedura di insolvenza non comportano il ricalcolo del netting senza alcuna distinzione tra i soggetti nei confronti dei quali questo effetto si produce; la legge italiana fa salvi, oltre al netting, la definitività degli ordini di trasferimento, e dei conseguenti pagamenti e trasferimenti tra i soli partecipanti al sistema. Inoltre data la sua generalità, il richiamo alle regole sull'inefficacia dei contratti o delle operazioni contenuto nella direttiva può essere interpretato nel senso che il calcolo del netting non può essere nuovamente effettuato, a prescindere dall'atto della cui inefficacia o validità si discute (ad es. un terzo non potrebbe invocare la nullità del contratto da cui ha tratto origine l'ordine di trasferimento per chiedere il ricalcolo del netting). L'art. 2, comma 3, sembra invece contenere uno specifico riferimento all'invalidità o inefficacia degli ordini di trasferimento etc. con conseguente limitazione dell'ambito di applicazione della norma: in sostanza mentre non rileva la validità o l'efficacia dell'ordine di trasferimento, potrebbe porsi il problema del rilievo della validità o dell'efficacia del contratto che è alla base dell'ordine di trasferimento.

L'aspetto più importante è però rappresentato dal significato da attribuire all'impossibilità, per eventuali azioni, di pregiudicare la definitività degli ordini di trasferimento etc.. Come si è ampiamente dimostrato la definitività non costituisce un'autonoma categoria giuridica né viene definita dalla direttiva, essa è solo la denominazione con cui la dottrina riassume una serie di effetti che la direttiva attribuisce alle diverse fasi dell'attività di settlement o a situazioni giuridiche relative al settlement; si è inoltre visto che questi effetti sono diversi tra loro, così come è diversa la fase del settlement a cui l'effetto si riferisce.

Anche la legge italiana non contiene una definizione della definitività, ma l'art. 2 è intitolato "[d]efinitività degli ordini di trasferimento e della compensazione". Guardando agli effetti regolati dall'art. 2 è agevole constatare che essi coincidono solo in parte con gli effetti che nel loro complesso danno carattere definitivo al settlement

all'interno della direttiva<sup>131</sup>. Se la legge si limitasse a impiegare l'espressione definitività all'interno della rubrica di un articolo il problema sarebbe tutto sommato di ben poco conto, ma l'art. 2, comma 3 dota l'espressione di un ben preciso significato normativo, laddove prevede che le varie azioni non possono pregiudicare la definitività: pertanto con questa espressione debbono intendersi con tutta probabilità i soli effetti regolati nell'art. 2.

Questo linguaggio stravolge il senso della direttiva. L'art. 3, paragrafo 3 della direttiva sancisce, in attuazione del tredicesimo considerando, che il diritto dei terzi di recuperare quanto a loro dovuto in relazione a un ordine di pagamento secondo il diritto comune non può pregiudicare il calcolo del netting né gli ordini immessi nel sistema: in pratica la norma chiarisce che i rapporti sottostanti all'ordine di trasferimento e quindi al netting rimangono una vicenda privata delle parti e non possono avere rilevo alcuno all'interno del sistema. Alla luce di questa funzione si spiega il riferimento alla conclusione dell'ordine o dell'operazione prima dell'apertura della procedura di insolvenza. L'art. 2, comma 3, si muove su un piano completamente diverso che, oltre a trasformare completamente il contenuto della previsione comunitaria, ne vanifica del tutto il significato. Esso stabilisce che nessuna azione può pregiudicare nei confronti del sistema la definitività dell'ordine di trasferimento etc. se ricorrono le condizioni di cui al primo comma. Il primo comma dice in sostanza la stessa cosa senza fare riferimento alle azioni, e cioè che gli ordini di trasferimento etc., sono legalmente vincolanti e, nel caso di procedure concorsuali, opponibili ai terzi, cioè sono definitivi: la formulazione dell'art. 2, comma 1 è infatti ancora più assoluta nello stabilire che i terzi non possono in alcun modo far dichiarare inefficace nei propri confronti l'ordine di trasferimento e il netting. Anche l'ambito di applicazione delle due previsioni è lo stesso perché il rinvio al primo comma non è limitato alla definizione degli ordini di trasferimento etc., ma comprende anche la nozione di definitività che, in virtù delle considerazioni svolte sopra, nella legge italiana coincide con gli effetti previsti dall'art. 2, comma 1.

L'unico rilievo normativo che può essere attribuito all'art. 2, comma 3 è quindi quello della specificazione oltre ogni possibile dubbio che gli ordini di trasferimento etc. sono opponibili ai terzi a prescindere dalle ragioni su cui si basano le loro pretese, ivi compresa l'invalidità o l'inefficacia. Si offusca quindi (almeno in parte, perché

In particolare va sottolineato come la previsione dell'art. 8, che pure riproduce la regola dell'art. 9, paragrafo 2 della direttiva circa l'intangibilità delle garanzie connesse alla partecipazione al sistema e degli atti di realizzazione della garanzia stessa, non rientrando nella rubrica dell'art. 2 non potrebbe in linea di principio essere considerata parte della definitività.

comunque l'art. 2, comma 3 indica quale beneficiario dei propri effetti solo il sistema di settlement) anche il grande rilievo sistematico dell'art. 3, paragrafo 3 della direttiva che costituisce uno degli argomenti più importanti nella ricostruzione della portata solo esterna degli effetti di cui la definitività consta.

- 3.2. segue. La prova della scientia decoctionis. La lettera b) dell'art. 2, comma 1, chiarisce che l'agente di regolamento o la controparte centrale o la stanza di compensazione devono provare l'ignoranza dell'apertura al momento dell'immissione dell'ordine, così superando le ambiguità della direttiva che parlava del momento del regolamento. La legge modifica quindi il contenuto della direttiva superandone l'oscurità: l'art. 3, paragrafo 1, secondo alinea della direttiva prevedeva infatti che i soliordini immessi nel sistema nel giorno di apertura della procedura fossero legalmente vincolanti e opponibili ai terzi nel caso in cui l'agente di regolamento o la controparte centrale o la stanza di compensazione avessero dimostrato la propria ignoranza, mentre il primo alinea del paragrafo prevedeva che gli ordini e il netting fossero legalmente vincolanti e, nel caso di apertura di una procedura concorsuale, opponibili ai terzi. L'art. 2, comma 1, invece uniforma le due ipotesi alla regola contenuta nel primo alinea dell'art. 3 paragrafo 1 della direttiva, stabilendo che in entrambi i casi gli ordini di trasferimento, il netting e i conseguenti pagamenti e trasferimenti sono vincolanti tra i partecipanti e, solo nel caso di apertura di una procedura concorsuale, opponibili ai terzi.
- 4. Gli altri elementi costitutivi della definitività. Il comma 4 dell'art. 2 riproduce pressoché integralmente il contenuto dell'art. 7 della direttiva, del quale però corregge l'errata sintassi. L'art. 7 prevede infatti che le procedure d'insolvenza non produce effetto su diritti e obblighi dei partecipanti "inseriti da o connessi con la sua partecipazione ad un sistema"; l'art. 2, comma 4 si riferisce molto più correttamente ai diritti e agli obblighi "connessi con la loro partecipazione". L'unico aspetto che forse il legislatore italiano non ha adeguatamente valutato è che seguendo la lettura del successivo articolo 8 della direttiva sarebbe stato possibile fare riferimento ai diritti e agli obblighi connessi e a quelli derivanti dalla partecipazione al sistema, ma il termine connessione ha nella lingua italiana un significato sufficientemente ampio per comprendere anche quello di derivazione.

Il legislatore italiano si è poi avvalso all'art. 5 dell'opzione riconosciuta dall'art. 4 della direttiva consentendo all'agente di regolamento di utilizzare le disponibilità in denaro o titoli presenti nei conti di regolamento dell'insolvente. In particolare la legge italiana, con la subordinazione da parte del comma 2 degli atti di cui al comma 1 alle previsioni dell'art. 2, risolve i problemi legati alla determinazione di quale fosse l'esatto ambito temporale di applicazione della norma dell'art. 4 della direttiva: risulta ora chiaro che l'impiego di quanto presente sui conti di regolamento o delle linee di credito assistite da garanzia reale dovrà riguardare obblighi sorti prima dell'apertura della procedura di insolvenza per effetto degli atti indicati nell'art. 2, cioè ordini di trasferimento etc. immessi nel sistema prima dell'apertura della procedura di insolvenza, con l'ulteriore precisazione che l'impiego avere luogo anche dopo l'apertura della procedura di insolvenza, in quanto l'art. 5, comma 1 esordisce affermando "A seguito ...".

5. La zero hour rule. L'art. 3 fa coincidere il momento iniziale della procedura di insolvenza con "il giorno, l'ora e il minuto in cui si producono gli effetti della sospensione dei pagamenti delle passività e della restituzione dei beni ai terzi secondo le disposizioni applicabili alle singole procedure". Come risulta dal riferimento alla sospensione del pagamento delle passività e dei beni ai terzi nonché dalle disposizioni successive la norma è stata concepita avendo in mente essenzialmente le procedure di insolvenza in materia bancaria e finanziaria (si pensi a quanto previsto al riguardo dall'art. 74, comma 1 del T. U. B.). Occorre tenere presente, tuttavia, che la definizione di procedure di insolvenza contenuta nell'art. 1, lett. p) comprende anche le altre procedure concorsuali previste dalla legge italiana nonché in generale "ogni altra misura prevista da una legge italiana, o, se applicabile, di uno Stato membro dell'Unione europea o di uno stato extracomunitario, che ha come effetto la sospensione o la cessazione dei pagamenti delle passività o delle restituzioni dei beni di terzi".

Nel definire il *momento* di apertura della procedura occorre distinguere. Qualora il provvedimento con il quale viene dichiarata aperta la procedura venga emanato dall'autorità giudiziaria è stato previsto, dal comma 3, il riferimento al giorno all'ora e al *minuto* del deposito della sentenza, attestati dal cancelliere, il che è conforme a quanto previsto dall'art. 133 del codice di procedura civile circa la pubblicazione delle sentenze dell'autorità giudiziaria ordinaria. Molto meno comprensibili sono le scelte legislative circa il *momento* di apertura delle procedure previste dal testo unico bancario

ij.

o dal testo unico della finanza. Il comma 2 prevede infatti che "gli effetti di cui al comma I si producono dal momento dell'insediamento dei commissari liquidatori, e comunque dal terzo giorno successivo alla data del provvedimento che dispone la liquidazione. Il momento dell'insediamento dei commissari liquidatori è rilevato dalla Banca d'Italia sulla base del processo verbale di cui all'articolo 85 del testo unico bancario". Data la sostanziale identità del testo dell'art. 3, comma 2 e di quello dell'art. 83 del T. U. B. la norma va letta nel senso che ai fini della legge sulla definitività la procedura si considera aperta nel momento in cui i commissari liquidatori si insediano e comunque non oltre tre giorni dalla data in cui il decreto del Ministro del Tesoro ha disposto la liquidazione, dovendo intendersi tale la data della firma del decreto e non quella della successiva pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale per estratto. Il problema dell'effettività della conoscenza da parte dei sistemi del momento di apertura della procedura è stato risolto imponendo alla Banca d'Italia l'obbligo di provvedere all'informazione immediata dei sistemi sancito dall'art. 3, comma 5.

Molto più complessa è la valutazione del comma 7 dell'art. 3, il quale considera quale "momento di apertura di una procedura di insolvenza in un altro Stato membro dell'Unione europea il giorno, l'ora e il minuto in cui si producono gli effetti della procedura di insolvenza, se la notifica indicata nel comma 5 perviene alla Banca d'Italia entro lo stesso giorno. In ogni altro caso, si considera momento di apertura quello in cui i sistemi italiani sono comunque informati dell'apertura della procedura di insolvenza". La portata pratica della previsione, che non ha corrispondente nella direttiva, non sembra essere stata adeguatamente valutata dagli estensori. Ammesso che gli effetti della procedura a cui si fa riferimento siano quelli indicati nel primo comma dell'art. 3, cioè la sospensione dei pagamenti e delle restituzioni, il comma 7 dice che il giudice italiano deve considerare aperte nel momento indicato nell'art. 3, comma 7, le procedure di insolvenza aperte in stati UE a prescindere da ogni indagine su quanto la legge applicabile alla procedura prevede. Il comma 7 rappresenta quindi una regola di diritto internazionale privato, e in particolare un principio di ordine pubblico interno, che consentirà al giudice italiano di derogare alle norme applicabili alla procedura, le cui conseguenze pratiche sono di difficile valutazione.

La regola contenuta nel secondo periodo del comma 7 vale anche nel caso in cui la procedura di insolvenza vanga aperta in uno stato non UE.

6. La legge applicabile al sistema. Rinvio. L'art. 7 riproduce il contenuto dell'art. 8 della direttiva, si rinvia pertanto alle considerazioni svolte in merito a quest'ultima norma.

Ç

ŗ

7. I diritti del partecipante. Come si è indicato l'art. 6 contiene una serie di norme che non hanno corrispondente nella direttiva, pur formando oggetto di delega, la cui funzione è quella di regolare i rapporti tra partecipanti diretti e indiretti ai sistemi di regolamento. Il primo comma prevede che a) se è dichiarato insolvente l'intermediario, cioè la banca o la società d'investimento, per conto del quale il partecipante opera immettendo ordini nel sistema, i relativi contratti (cioè quelli in base ai quali il partecipante esegue gli ordini) tra partecipante e intermediario non si sciolgono e gli organi della procedura vi subentrano fino alla completa esecuzione; b) in caso di inadempimento dell'intermediario (la legge non lo specifica, ma è l'unica lettura possibile) il partecipante può, in deroga alle disposizioni vigenti in materia, soddisfare le proprie ragioni sulle somme o sul prezzo degli strumenti finanziari ricevuti in contropartita degli ordini eseguiti in buona fede e dei quali ha diritto di ritenzione a garanzia dei propri crediti, detratto l'ammontare della provvista per l'esecuzione degli ordini, o quanto proveniente dalla realizzazione delle garanzie ovvero da sistemi di garanzia per il buon fine della compensazione e della liquidazione.

La ratio della norma sembra essere quella di porre il sistema al riparo anche dall'insolvenza dell'aderente indiretto — intermediario, rendendo inopponibile all'aderente diretto — partecipante l'apertura di una procedura di insolvenza nei confronti del primo. I piani sui quali si muovono, rispettivamente, questa previsione e la disciplina della definitività sono tuttavia completamente diversi. La definitività è un attributo di ordini di trasferimento, netting etc. mentre né la direttiva né la legge italiana di attuazione, salva la previsione in esame, entrano nel merito dei contratti che sono alla base dell'ordine, del netting etc., cioè i rapporti tra le parti. L'unica previsione rilevante al riguardo è l'art. 3, paragrafo 2 della direttiva (riprodotto sia pur con significative differenze dall'art. 2, comma 3 della legge italiana) dal quale è possibile desumere che l'eventuale inefficacia che affligge il rapporto sottostante non può avere ripercussioni sulla definitività del netting.

Con la previsione dell'art. 6 invece il legislatore italiano regola gli effetti dell'insolvenza dell'intermediario sui contratti tra aderente diretto e indiretto relativi all'esecuzione di ordini di trasferimento attraverso il sistema.

La prima considerazione riguarda l'adeguatezza della norma alle sue finalità apparenti. Occorre infatti tenere presente che nei confronti del sistema i partecipanti agiscono comunque in nome proprio e che pertanto è esclusa in radice la rilevanza del rapporto con l'insolvenza dell'aderente indiretto. L'unica circostanza nella quale l'insolvenza dell'aderente indiretto potrebbe avere rilievo è il caso in cui la crisi dell'aderente indiretto sia talmente grave da ripercuotersi sulla solvibilità dell'aderente diretto al sistema. Il che, oltre a rappresentare una mera circostanza di fatto, è da escludersi in quanto il rapporto tra aderente diretto e indiretto dovrebbe essere limitato al solo settlement, il che significa in pratica che l'aderente diretto agisce sempre coperto. E qui veniamo al punto cruciale dell'interpretazione della norma cioè l'individuazione dei contratti ai quali l'art. 6, comma 1 fa riferimento. Stando alla lettera della norma sono tali i contratti in base ai quali il partecipante esegue ordini di trasferimento per conto dell'intermediario, poiché l'aggettivo "relativi" si riferisce agli ordini di trasferimento. Interpretata in questo senso la norma è inutile, perché già l'art. 2, commi 1 e 3 tutela adeguatamente sia il partecipante sia il sistema da eventuali azioni di organi della procedura a cui è soggetto l'intermediario. Infatti la norma dice molto di più perché afferma che tali contratti non si sciolgono e che i diritti gli obblighi relativi sono assunti dagli organi della procedura fino alla completa esecuzione, il che significa che il legislatore non aveva in mente i soli contratti con cui l'intermediario incarica il partecipante di eseguire un ordine di trasferimento, ma anche i contratti che prevedono il compimento di più atti esecutivi, quali ad esempio il pagamento di margini di garanzia.

È quindi possibile concludere che siamo in presenza di una norma di diritto fallimentare che non ha niente a che fare con la definitività, e che può essere inserita nel novero della disciplina dei rapporti giuridici pendenti.

Questa diversa collocazione sistematica pone alcuni dubbi. In primo luogo non è chiara la ragione per la quale il legislatore abbia previsto che la regola trovi applicazione solo nel caso di insolvenza dell'intermediario e non anche nel caso di insolvenza del partecipanti. Questa differenza è tanto più grave se si pensa al fatto che il contratto in base al quale il partecipante esegue gli ordini di trasferimento è riconducibile alla fattispecie del mandato che, ai sensi dell'art. 78 l. fall. si scioglie di diritto.

Il secondo motivo di perplessità riguarda il diritto del partecipante di soddisfarsi sulle disponibilità liquide o in strumenti finanziari dell'intermediario in deroga alle disposizioni vigenti in materia. La previsione crea, evidentemente, un privilegio a favore del partecipante su dette disponibilità e ancora una volta non appare evidente la

relazione con la *definitività* del regolamento. Ciò che emerge è invece la tutela dei partecipanti al di là di ogni possibile dubbio.

8. L'attuazione dell'art. 9 della direttiva. Il diritto alla garanzia. L'attuazione dell'art. 9 dir. è affidato a due articoli che prendono atto della sostanziale differenza tra gli ambiti di applicazione delle norme contenute nell'art. 9 stesso. Occorre premettere che i commi da 2 a 5 e il comma 7 dell'art. 8 sono stati abrogati dal d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170<sup>132</sup>.

L'art. 8 da attuazione al primo paragrafo dell'art. 9 dir. e regola la realizzazione delle garanzie fornite ai partecipanti al sistema nel caso di sottoposizione di un partecipante a procedura concorsuale. La norma ha un ambito di applicazione diverso rispetto a quanto previsto dall'art. 9, paragrafo 1 dir.: il presupposto per l'applicazione di quest'ultima è infatti rappresentato dall'insolvenza di un partecipante o di controparti di banca centrale, mentre l'art. 8 si applica oltre anche nel caso di insolvenza dell'intermediario per conto del quale un partecipante esegue ordini di trasferimento ai sensi dell'art. 6.

Questa maggior estensione dei presupposti appare coerente con quanto indicato dalla delega legislativa, oltre che con la struttura dei sistemi di regolamento. Il

<sup>132</sup> La norma più interessante era quella contenuta nel comma 2, che prevedeva che la "realizzazione delle garanzie, ivi comprese quelle costituite sotto forma di pegno, avviene secondo le disposizioni normative e contrattuali che le regolano, anche in deroga alle norme che regolano le procedure di insolvenza, salvo quanto previsto dal primo comma dell'art. 3". Come si è visto la direttiva all'art. 8 regola la legge applicabile ai diritti e agli obblighi connessi o derivanti dalla partecipazione al sistema facendo rinvio alle regole che disciplinano il sistema. Si è detto anche che le garanzie possono essere fatte rientrare tra i diritti (e gli obblighi) derivanti o connessi con la partecipazione al sistema. Scopo dell'art. 9, paragrafo 1, al quale l'art. 8 si propone di dare attuazione, non è quello di individuare la legge applicabile alle garanzie né, ovviamente quella di regolarne la realizzazione ma molto più semplicemente quella di porre al riparo le garanzie dalla regola della prevalenza delle norme concorsuali quali norme di ordine pubblico. Il comma 2 dell'art. 8 conteneva pertanto un regola innovativa sia rispetto a quanto previsto dagli artt. 8 e 9 dir. sia rispetto all'art. 7 della legge italiana. Questa deroga appare del tutto giustificata se si pensa al fatto che normalmente le parti regolano le modalità di realizzazione delle garanzie fornite in base ad una specifica legge nazionale, alla quale poi assoggettano il contratto. Intesa in questo senso la norma anticipa, con riferimento alle garanzie costituite nell'ambito di sistemi di regolamento, quello che sarà il contenuto della direttiva 2002/47/CE.

riferimento agli ordini di trasferimento eseguiti ai sensi dell'art. 6 va letto nel senso che l'ordine di trasferimento deve essere stato eseguito dal partecipante in virtù di un accordo con l'intermediario per l'immissione di ordini nel sistema.

Con riferimento ai crediti derivanti da operazioni con banche centrali la legge italiana molto opportunamente prevede che le garanzie relative devono essere connesse con le funzioni di banca centrale, così colmando l'inspiegabile vuoto dell'art. 9, paragrafo 1 dir.. Molto più complesso è definire l'esatta portata del credito garantito nel caso in cui il credito derivi da operazioni definitive ai sensi dell'art. 2: questa norma si adatta infatti agli ordini di trasferimento, al netting etc. di cui sia stato parte il partecipante al sistema, mentre non sembra avere molto senso se riferita all'intermediario. Quest'ultimo infatti non è controparte del sistema e pertanto le istruzioni impartite dallo stesso al partecipante non possono considerarsi coperte dalla tutela prevista dall'art. 2. La "definitività" delle istruzioni impartite dall'intermediario è infatti regolata dall'art. 6 che ne detta anche i limiti, né sembra possibile un'estensione in via analogica data l'eccezionalità delle norme dell'art. 2. È certamente possibile ipotizzare che il legislatore nel formulare la norma abbia pensato al fatto che, anche se compiuta in nome proprio dal partecipante, l'operazione è immessa nel sistema su ordine dell'intermediario, ma occorre considerare che il partecipante può immettere nel sistema un singolo ordine di trasferimento per conto di una pluralità di intermediari suoi clienti le cui istruzioni vengono raggruppate. Il significato della norma deve quindi essere ricostruito alla luce di quanto detto con riferimento all'art. 6: essa rappresenta infatti una regola di diritto concorsuale inserita in un contesto che non le appartiene, la cui funzione non è propriamente quella di garantire la stabilità del sistema quanto la posizione del partecipante.

L'aspetto più complesso delle norme sulla realizzazione delle garanzie è contenuto nel comma 6 dell'art. 8, che prevede che "[n]essuna azione, compresa l'azione di nullità, può pregiudicare nei confronti del sistema la realizzazione della garanzia di cui al comma 1". La norma non ha corrispondente nella direttiva e, occorre sottolineare, altro è prevedere che l'apertura di una procedura di insolvenza non pregiudica la garanzia prestata né la sua realizzazione (secondo quanto previsto dalla direttiva), altro è stabilire che la realizzazione della garanzia non può essere messa in discussione da nessuna azione compresa quella di nullità.

Ancora una volta la legge italiana dice molto di più di quello che erano le intenzioni del legislatore comunitario. Quest'ultimo nella consapevolezza che alcuni tipi di garanzia finanziaria hanno un inquadramento controverso (si pensi al caso del REPO o dei margini di garanzia) ha voluto semplicemente troncare ogni possibile dubbio circa

la loro validità ed efficacia come garanzie, il che non esclude assolutamente che per altri motivi la garanzia possa essere messa in discussione: si pensi alla nullità del contratto originario tra partecipanti o a vizi di altra natura, come per esempio nel caso in cui venga adottata una forma tipica di garanzia e le relative formalità costitutive non siano rispettate. In effetti il legislatore italiano non entra nel merito della validità del titolo costitutivo della garanzia ma si limita a stabilire che la realizzazione della stessa non può essere oggetto di controversia: è certamente possibile che la controversia riguardi le modalità di realizzazione, ad esempio quando sorga una lite sul rispetto delle formalità richieste dalla legge applicabile, ma è evidente che la norma se intesa in senso ampio vale anche a sanare eventuali vizi del contratto o atto costitutivo della garanzia.

In ogni caso rimane il dato normativo dell'art. 8, comma 6 dal quale non è possibile prescindere. Il problema maggiore è quello di stabilire se l'intangibilità della realizzazione della garanzia costituisca una vera e propria sanatoria ovvero se il legislatore, nell'ottica del funzionamento senza intoppi dell'attività di settlement, abbia inteso semplicemente regolare i rapporti con il sistema lasciando impregiudicati quelli tra le parti dirette della garanzia. Si è più volte osservato che per molte ragioni il piano sul quale la direttiva si muove è il secondo e per fortuna non sembra che il legislatore italiano abbia inteso discostarsene. Il comma 6 prevede infatti che nessuna azione può pregiudicare la realizzazione della garanzia nei confronti del sistema il che lascia intendere che nei rapporti tra le parti valgono le regole ordinarie.

9.1. La legge applicabile ai diritti di garanzia. Anche l'art. 9 è stato abrogato dal d. lgs. 21 maggio 2004, n. 170. Di seguito vengono tuttavia riportate alcune considerazioni relative al testo abrogato, poiché esse appaiono strumentali alla comprensione dell'attuale disciplina della legge applicabile ai diritti di garanzia.

Il secondo paragrafo dell'art. 9 dir. viene attuato dall'art. 9, con alcune significative varianti. In primo luogo l'ambito di applicazione della norma è diverso: l'art. 9, paragrafo 2 dir. regola infatti la legge applicabile ai diritti "di tali enti come detentori dei titoli costituiti in garanzia", nel caso in cui i titoli siano stati forniti in garanzia e il diritto di garanzia risulti da una scrittura contabile, mentre l'art. 9 regola la legge applicabile ai "diritti aventi ad oggetto o relativi a strumenti finanziari", e pertanto non le sole garanzie sugli stessi. Questa lettura è confermata dallo stesso comma laddove viene previsto che la legge del luogo in cui si trova il libro contabile da cui risulta il diritto regola, oltre alle modalità di costituzione e realizzazione dei diritti di

garanzia sui titoli e degli altri vincoli, anche le *modalità di trasferimento* dei diritti sui titoli 133.

Il riferimento alla disciplina della modalità di trasferimento pone un problema che la l'art. 9 non risolve: non viene chiarito se con quest'espressione la legge abbia inteso fare riferimento soltanto ai profili *reali* della vicenda traslativa (ad esempio le modalità con cui il trasferimento è reso opponibile ai terzi, il modo in cui l'effetto traslativo si produce, cioè se sia sufficiente l'accordo tra le parti o anche la *traditio* della cosa conformemente alle regole previste dai diversi ordinamenti *etc.*) e cioè se la norma sostituisca con riferimento ai diritti su titoli risultanti dalle scritture contabili l'art. 51, comma l della legge 218 del 1995, ovvero se la norma abbia inteso individuare anche la legge regolatrice del contratto in deroga alle previsioni della Convenzione di Roma.

Un'espressa indicazione nel senso che l'art. 9, comma 1 comprenda non solo i profili reali ma anche quelli obbligatori della vicenda traslativa la si rinviene nella stessa norma, la quale parla di diritti aventi ad oggetto o relativi a strumenti finanziari: la formula usata è infatti molto generica e appare del tutto plausibile fa rientrare nella nozione di diritto relativo a strumenti finanziari anche vicende che non hanno alcun profilo reale: si pensi al caso di un'opzione o più in generale a un contratto a termine, cioè ipotesi nelle quali sarà estremamente difficile negare di essere in presenza di un diritto relativo a uno strumento finanziario. Pertanto se il legislatore avesse voluto regolare solo il primo aspetto avrebbe forse dovuto impiegare un linguaggio meno ambiguo anziché lasciare all'interprete il compito di muoversi tra un pluralità di criteri di collegamento.

La legge omette inoltre di coordinare l'art. 9, comma 1 con il secondo comma dell'art. 8: entrambe le norme regolano la legge applicabile alla realizzazione delle garanzie in forma scritturale ma lo fanno ricorrendo a criteri di collegamento completamente diversi tra loro, rispettivamente le "disposizioni normative e contrattuali

<sup>133</sup> Il maggiore ambito di applicazione risulta anche dal fatto che mentre l'art. 9, paragrafo 2 dir. regola le garanzie costituite tra partecipanti, la legge italiana non contiene alcuna limitazione soggettiva

Sul fatto che gli aspetti strettamente contrattuali della materia rimangono regolati dalle ordinarie regole di diritto internazionale privato, senza che la regola contenuta nell'art. 9, paragrafo 2 incida in alcun modo sulla legge applicabile a questi aspetti, di veda M. VREEKEN, Reducing systemic risk in payment and securities settlement systems, in Journal of Financial Regulations and Compliance, 1998, p. 107 ss.; in particolare secondo questo autore la "contractual freedom of the parties to determine which law is to govern their collateral contract, as laid down in the Rome Convention, is the only law described above, which the directive does not alter in any way".

che le regolano" nell'art. 8 e la legge del luogo di tenuta del conto nell'art. 9. Il problema del coordinamento sembra doversi risolvere nel senso di considerare speciale la legge individuata ai sensi dell'art. 9, analogamente alla soluzione adottata per la direttiva.

9.2. La legge applicabile agli strumenti finanziari non dematerializzati. Il secondo comma dell'art. 9 regola il caso in cui i diritti sugli strumenti finanziari risultino in forma scritturale da un conto tenuto in Italia, ma non si tratti di strumenti immessi in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 28 del d. lgs. 218 del 1998: in questo caso le materie regolate dal primo comma dell'art. 9 sono regolate dalle norme del titolo quinto del d. lgs. 218 del 1998. Il significato della norma non appare chiaro. La regola formulata nel primo comma stabilisce infatti che la legge applicabile ai diritti in forma scritturale è quella del luogo in cui il conto viene tenuto. In apparenza il comma secondo dice la stessa cosa, cioè che quando il libro contabile si trova in Italia la legge applicabile è quella italiana. Il primo dubbio circa la correttezza di questa lettura è rappresentato dalla condizione a cui è subordinata questa regola ovvia e cioè che gli "strumenti finanziari non siano stati immessi in un sistema italiano in regime di dematerializzazione" ai sensi dell'art. 28 del d. lgs. 218 del 1998. In proposito occorre constatare che per strumenti finanziari non immessi in un sistema italiano in regime di dematerializzazione si possono indicare sia strumenti finanziari non dematerializzati emessi da soggetti residenti o non residenti in Italia sia strumenti finanziari immessi in regime di deposito accentrato presso un sistema non italiano. Poiché la prima ipotesi si verifica raramente nella prassi, salvo quanto si dirà in seguito circa la forma scritturale, è il secondo caso quello in apparenza più carico di conseguenze, perché permette di affermare che quando un diritto risulta da un conto accentrato straniero e da un conto italiano è la legge italiana a prevalere. Va però considerato che non esiste comunque una sostanziale diversità tra questa regola e quella del primo comma, e che anzi la regola del primo comma chiarisce proprio che nel caso in cui vi sia una pluralità di intermediari tra il conto accentrato e quello da cui risulta il diritto è sempre quest'ultimo a prevalere.

Il senso della disposizione si chiarisce tenendo presente che la legge non contiene un rinvio generico alla legge italiana ma al d. lgs. 218 del 1998: per cui è probabile che con questa norma la legge abbia inteso stabilire che la legge applicabile agli strumenti finanziari non in deposito accentrato in Italia secondo le disposizioni del d. lgs. 218 del 1998, a prescindere dalle modalità con cui questi strumenti circolano, è

quella degli strumenti finanziari in regime di dematerializzazione. Il che potrebbe rivestire una certa importanza nei casi di *immoblization*, tuttora frequenti nel mondo anglosassone, cioè nei casi in cui l'emissione avviene in forma cartacea salvo poi immobilizzare, cioè depositare, l'intera emissione o la *global note* presso il gestore accentrato.

## CAPITOLO VII

1

## LA DISCIPLINA POSITIVA DEI FINANCIAL COLLATERAL ARRANGEMENTS. LA DIRETTIVA 2002/47/CE

Sommario: 1. Introduzione. La direttiva 2002/47/CE; 2. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi; 3. segue. I presupposti oggettivi; 4. La nozione di contratto di garanzia finanziaria; 5. La forma dei contratti di garanzia finanziaria; 6. Il riconoscimento dei modi di realizzo delle garanzie finanziarie; 7. Il diritto di utilizzare la garanzia finanziaria nel caso di contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale; 8. Il riconoscimento delle outright transfers; 9.1. Il riconoscimento del close – out netting; 9.2. segue. L'esenzione degli accordi di close – out netting dall'osservanza delle regole procedurali in materia di insolvenza 10.1. La disapplicazione delle regole sull'insolvenza. Gli atti compiuti nel periodo sospetto; 10.2. segue. Il diritto di sostituzione nelle procedure di insolvenza; 11. Il conflitto tra leggi. Il problema dell'individuazione della place of the relevant intermediary.; 11.2. segue. Le materie soggette al PRIMA.

1. Introduzione. La direttiva 2002/47/CE. Con la direttiva 2002/47/CE del 6 giugno 2002 relativa ai contratti di garanzia finanziaria (da ora, la "direttiva") il legislatore comunitario si propone di completare il quadro della disciplina dell'insolvenza nei mercati finanziari abbozzato con la direttiva sulla settlement finality e proseguito con le disposizioni in materia contenute nella direttiva 2001/24/CE del 4 aprile 2001 in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi, nella direttiva 2001/17/CE del 19 marzo 2001 in materia di risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione e nel Regolamento CE n. 1346/2000 del 29 maggio 2000 sulle procedure di insolvenza.

Nonostante la dichiarata continuità e non contraddizione (di cui al quarto considerando della direttiva) per molti versi la direttiva innova il quadro sopra descritto, con conseguenti problemi di coordinamento che verranno indicati nel seguito.

In questo paragrafo introduttivo preme di segnalare che il contesto culturale nel quale la direttiva è stata concepita è il medesimo che aveva dato vita alla direttiva sulla settlement finality. La direttiva recepisce infatti appieno il place of the relevant intermediary approach quale fondamento della scelta della legge applicabile alle garanzie finanziarie, secondo la regola già contenuta nell'art. 9, paragrafo 2 della

direttiva sulla settlement finality, nonostante il dibattito successivo ne avesse dimostrato i limiti e soprattutto la non perfetta coincidenza teorica con la natura giuridica dei diritti di garanzia. Queste diverse indicazioni hanno invece trovato accoglimento nella Convenzione dell'Aja sulla legge applicabile alle garanzie finanziarie.

Accanto alla regolamentazione dei profili reali delle garanzie finanziarie, si collocano le norme con le quali viene dato pieno riconoscimento agli accordi di netting sia nel diritto comune, sia nel caso di assoggettamento di una delle parti di un accordo di close – out netting a procedura concorsuale. Entrambi i complessi normativi se da un lato accolgono molte istanze provenienti dal settore finanziario 135 dall'altro pongono alcune rilevanti questioni sia sotto il profilo del grado di effettività della risposta a dette richieste sia sul piano della certezza, e per molti versi della giustizia, delle soluzioni adottate.

<sup>135</sup> Sullo stato delle singole leggi nazionali, e sulle modifiche necessarie ad adeguare le legislazioni alle esigenze della financial industry, prima dell'entrata in vigore della direttiva si vedano P. DE BIASI, Il netting nei contratti derivati, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1999, I. p. 232; A. PERRONE, Gli accordi di close - out netting, in Banca, Borsa, tit. cred., 1998, I, p. 52; D. TURING, Netting: Devolpments in 1994 affecting banks, in JIBFL, 1995, p. 71, J. WALTER, Close Out Netting in English Law: confort at last, in JIBFL, 1995, p. 167, U. EARLEY, Set - off rights available to banks in Ireland, in JIBL, 1997, p. 153; B. WESSELS, Close - out netting in the Netherlands, in JIBL, 1997, p. 187. M. J. B. HALL, The treatment of multilateral netting of forward value foreign exchange transaction under the Basle Capital Accord, in JIBL, 1997, p. 333; P. SMART, International Insolvency: Banks and Set Off, in JIBFL, 1999, p. 10; D. TURING, Compensation under the new UK regulatory regime, in JIBFL, 1998, p. 45; D. TURING, Set - off and Netting: Developments in 1996 Affecting Banks, in JIBFL, 1997, p. 155; A. FOY, The Netting of Financial Contracts Act 1995 - A Delectable Piece of Legislative Dynamite, in JIBFL, 1996, p. 234; M. DASSESE, Netting at Risk?, in JIBFL, 1995, p. 18; P. J. OMAR; A. SORENSEN, Set- off: the french perspective of universal institution, in JIBL, 1997, p. 362; D. TURING, Set - off and cash collateral: three important cases of 1995, in JIBL, 1996, p. 170; C. R. H. PAUL, Netting: a means of limiting credit exposure, in JIBL, 1995, p. 93; H. HAAG, The validity of netting and close - out netting agreements in Germany, in European Financial Service Law, 1996, p. 255; A. HUDSON, The European Netting Directive, in European Financial Service Law, 1996, p. 309; A. CAILLEMER DU FERRAGE, La reve familier du global netting à la française - la reforme de l'article 431 - 7 du code monétarie et financier par la loi NRE, in Banque et Droit, 2001, n. 79, p. 3; M. ROUSILLE, La consécration de la compensation globale par la loi NRE, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2001, p. 311; M. DASSESE, Le quiproquos du netting, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1995, 107.

2. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi. Come accennato il primo ordine di preoccupazioni attiene al reale impatto delle regole contenute nella direttiva sulle questioni segnalate dal settore finanziario. Innanzitutto l'ambito di applicazione della direttiva pur essendo maggiore di quello delle norme sulla settiment finality, non è esaustivo come appare a una prima lettura a causa delle limitazioni implicite nelle condizioni a cui la direttiva subordina l'applicazione delle regole in essa contenute.

L'art. 1, paragrafo 2 indica le condizioni che debbono essere soddisfatte dai contratti di garanzia finanziaria e dalle garanzie finanziarie ai fini dell'assoggettamento alle disposizioni della direttiva. Queste condizioni, cioè requisiti del contratto di garanzia finanziaria o della garanzia finanziaria hanno sia carattere soggettivo, in quanto la direttiva si applica solo se le parti appartengono alle categorie indicate, sia oggettivo, in quanto i contratti e le garanzie debbono presentare una determinata forma e oggetto.

Sotto il profilo soggettivo viene richiesto che i contratti siano stati conclusi tra soggetti appartenenti alle categorie espressamente indicate, in quanto sia il beneficiario che il datore della garanzia debbono rientrare in una delle categorie indicate (autorità pubbliche; banche centrali, enti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, controparti centrali, agenti di regolamento o stanze di compensazione, persone diverse dalle persone fisiche purché la controparte sia uno degli altri enti indicati dall'articolo 2, paragrafo 1<sup>136</sup>).

pubblica, salvo che rientrino nelle lettere da b) a e)], inclusi: i) gli organismi del settore pubblico degli Stati membri incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengono in tale gestione; e ii) gli organismi del settore pubblico degli Stati membri autorizzati a detenere conti dei clienti; b) banche centrali, la Banca centrale europea, la Banca dei regolamenti internazionali, Banche multilaterali di sviluppo, (omissis), il Fondo monetario internazionale e la Banca europea per gli investimenti; c) enti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale (omissis) d) controparti centrali, agenti di regolamento o stanze di compensazione, quali definiti dalla direttiva 98/26/CE articolo 2, rispettivamente lettere c) d) ed e), inclusi enti analoghi disciplinati dalla legislazione nazionale che operano sul mercato dei futures, delle opzioni e dei prodotti finanziari derivati non coperti da tale direttiva, e una persona diversa dalla persona fisica che opera in qualità di fiduciario o rappresentante a nome di una o più persone inclusi i detentori di obbligazioni o altri titoli di credito o gli enti definiti alle lettere a) e d); e) persone diverse dalle persone fisiche, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica, purché la controparte sia un ente definito alla lettere da a) a d)."

Come si ricorderà il principale limite all'applicazione della direttiva sulla definitività era costituito dalla necessità che i soggetti a vario titolo coinvolti nell'attività di settlement dovevano risiedere all'interno dell'UE. Da questo punto di vista la direttiva ha un respiro molto maggiore. In primo luogo tra i soggetti espressamente indicati figurano entità non residenti all'interno dell'Unione, quali ad esempio la Banca dei regolamenti internazionali e il Fondo monetario internazionale; ma è soprattutto la previsione della lettera e) (che fa riferimento alle "persone diverse dalle persone fisiche, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica, purché la controparte sia un ente definito alla lettere da a) a d)") ad offrire le maggiori possibilità di estendere la normativa comunitaria al di fuori del criterio della residenza all'interno dell'UE. L'unico limite che la lettera e) incontra è la necessità che la controparte della persona giuridica sia uno dei soggetti indicati nelle lettere precedenti, quindi salvo le sopra segnalate eccezioni soggetti residenti all'interno dell'UE.

L'elenco dell'art. 1 paragrafo 2 è tuttavia carente nell'individuazione della nozione di autorità pubblica<sup>137</sup>, non essendo chiaro se la norma faccia riferimento alle sole autorità centrali dello stato o anche alle sue articolazioni interne e ancora se debba trattarsi di autorità operanti negli specifici settori indicati nell'elenco. Il problema si pone soprattutto per quanto riguarda gli enti pubblici territoriali in quanto è prassi ormai diffusa che questi ultimi provvedano alla copertura dei rischi finanziari attraverso i comuni strumenti contrattuali, ivi compresi i contratti e le garanzie che formano oggetto della direttiva. Data l'equivocità circa il ruolo effettivamente svolto dall'elenco, l'unico appiglio letterale è rappresentato dal contenuto della lettera i) che parla di *organismi* del

Al problema segnalato nel testo vanno aggiunte le perplessità circa la nozione di autorità pubblica di cui alla lettera a), e in particolare se le autorità pubbliche debbano appartenere a uno stato membro II dubbio nasce dal fatto che nell'elenco contenuto nella stessa lettera a) vengono indicati esclusivamente autorità residenti nell'UE. Il testo della direttiva non appare decisivo perché l'espressione "autorità pubbliche ... inclusi: i) gli organismi del settore pubblico degli stati membri etc." appare compatibile con la ricostruzione sia come elenco tassativo sia come mera esemplificazione. D'altra parte occorre considerare che il problema rischia di non avere un grande rilievo pratico: infatti grazie all'ampiezza della lettera e) è possibile comunque fare rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva anche autorità non UE. L'unica conseguenza di questa soluzione è che nel caso di controversia tra un'autorità non UE e un altro soggetto riconducibile alla lettera e) la direttiva non potrà trovare applicazione. Il problema potrebbe porsi quando queste parti abbiano scelto di assoggettare alla legge statale attuativa della direttiva, cioè alla legge di uno stato membro, il contratto di garanzia finanziaria, ma questa ipotesi è molto remota.

settore pubblico degli stati membri incaricati della gestione del debito pubblico, categoria nella quale potrebbero essere fatti rientrare anche gli enti pubblici territoriali nella misura in cui si occupano di debito pubblico per provvedere al proprio fabbisogno finanziario<sup>138</sup>.

3. segue. I presupposti oggettivi. L'art. 1 indica i presupposti oggettivi che debbono sussistere affinché la direttiva possa trovare applicazione ai contratti di garanzia finanziaria e alle garanzie finanziarie. Il paragrafo 4 dispone che "la garanzia finanziaria deve consistere in contante o strumenti finanziari" nentre il paragrafo 5 stabilisce che: a) la fornitura della garanzia finanziaria deve essere provata per iscritto, e

Non è infatti chiaro se la direttiva abbia inteso semplicemente elencare una serie di soggetti analoghi agli agenti di regolamento etc. oppure se abbia inteso dire qualcos'altro come sembrerebbe dalle congiunzioni utilizzate. La soluzione più semplice è di ritenere che l'analogia di cui parla la lettera d) si riferisca esclusivamente agli enti operanti nel mercato dei derivati, mentre i fiduciari e i rappresentanti dei possessori di titoli o degli enti di cui alle lettere da a) a d) sia semplicemente una categoria a se stante.

Con riferimento a questi soggetti appare opportuno sottolineare che manca il riferimento al luogo di residenza e che pertanto potrà trattarsi anche di soggetti non residenti in uno stato membro.

La norma contiene l'espresso riconoscimento delle garanzie in contante, ed è destinata ad avere un notevole impatto nel nostro ordinamento giuridico il quale non indica il danaro tra i beni mobili ai sensi dell'art. 2784 possono formare oggetto di pegno. Va comunque tenuto presente che in realtà anche il nostro ordinamento giuridico riconosce questa forma di garanzia quando regola i margini di garanzia in relazione agli strumenti finanziari derivati i quali possono essere prestati anche in contante.

La lettera b) del paragrafo 4 prevede che "gli Stati membri possono escludere dal campo di applicazione della presente direttiva le garanzie consistenti in azioni proprie dei datori di garanzia, partecipazioni in imprese collegate ai sensi della settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio, del 13 giugno 1983, relativa ai conti consolidati e partecipazioni in imprese il cui unico scopo è la proprietà dei mezzi di produzione essenziali per l'attività d'impresa del datore della garanzia o la proprietà di beni immobili". Ciò allo scopo è di escludere che possano formare oggetto di garanzia strumenti finanziari non idonei.

Altri subbi si pongono con riferimento agli enti analoghi a controparti centrali etc. che siano disciplinati dalla legislazione nazionale e che operano sui mercati *futures*, delle opzioni e dei prodotti finanziari derivati non presi in considerazione dalla direttiva, nonché alla "persona, non fisica, che opera in qualità di fiduciario o rappresentante a nome di una o più persone inclusi i detentori di obbligazioni o di altri titoli di credito o gli enti definiti dalle lettere da a) a d)".

b) il contratto di garanzia finanziaria deve poter essere provato per iscritto o in forma giuridicamente equivalente.

Il presupposto della forma scritta a fini probatori può essere considerato il modo attraverso il quale il legislatore comunitario ha cercato di risolvere il problema del coordinamento tra l'esigenza di certezza giuridica tra le parti e nei confronti dei terzi e l'opposta necessità di non gravare le parti di formalità la cui inosservanza potrebbe inficiare la validità della garanzia. Questa soluzione si rivela tuttavia carente riguardo all'interesse sia dei terzi sia delle stesse parti.

L'interesse dei terzi è quello alla conoscibilità del contratto ovvero della fornitura di garanzia finanziaria, in quanto direttamente incidenti sul patrimonio effettivo della parte del contratto di garanzia finanziaria. A questo riguardo è possibile rilevare che la direttiva non si fa minimamente carico di porre i terzi nella condizione di conoscere l'esistenza della garanzia, così come non sarà dato di conoscere la legge a cui la garanzia finanziaria è soggetta. L'ambito di applicazione della direttiva è infatti talmente ampio da comprendere anche i contratti il cui regolamento potrebbe non transitare attraverso sistemi di settlment rientranti nella nozione di sistema accolta dalla direttiva 98/26/CE (ad es. contratti regolati tramite una banca di clearing), e pertanto non sarà possibile a soggetti terzi rispetto all'accordo beneficiare della sia pure limitata tutela sotto il profilo della pubblicità delle garanzie riconosciuta da questo provvedimento. Non sembra inoltre che la precisazione del secondo alinea del paragrafo 5 secondo cui la prova "della fornitura di garanzia finanziaria deve permettere l'individuazione della garanzia alla quale si riferisce. A tale fine è sufficiente provare che la garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale è stata accreditata o costituisce un credito nel conto di pertinenza e che la garanzia in contante è stata accreditata nel conto designata o vi costituisce un credito" possa rappresentare un'idonea garanzia di conoscibilità in capo ai terzi, poiché oltre ad essere praticamente inutile (date le caratteristiche attuali del sistema finanziario, è naturale che la garanzia venga fornita in forma scritturale e pertanto sia sempre possibile individuarne una traccia scritta) non risolve il vero problema della tutela dei terzi, sia che si tratti di creditori sia di analisti interessati a valutare l'impresa, e cioè la possibilità di conoscere a priori l'esistenza della garanzia e la legge a cui questa è soggetta.

Sul piano dell'interesse delle parti l'aspetto maggiormente critico è rappresentato dal coordinamento con quanto previsto dall'art. 3 circa i requisiti formali del contratto o per la costituzione di una garanzia finanziaria, di cui si dirà infra. In questo paragrafo deve essere invece rilevata la profonda differenza di trattamento che la direttiva istituisce tra la forma della prova dell'atto con cui viene costituita la garanzia e

quella della prova del contratto di garanzia finanziaria. Nel primo caso viene infatti richiesta la prova scritta, mentre nel secondo è richiesta la forma scritta o in alternativa una forma giuridicamente equivalente. Data la maggiore ampiezza di questo secondo tipo di forma, l'ambito di applicazione della direttiva con riferimento ai contratti di garanzia finanziaria risulterà in concreto maggiore. Questa diversità non appare giustificata dall'esigenza di tutela dei terzi poiché la conoscibilità della garanzia è preclusa da quanto previsto dall'art. 3, mentre nei rapporti tra le parti non è comprensibile come la forma giuridicamente equivalente possa considerarsi inferiore alla forma scritta ai fini della prova della fornitura della garanzia.

4. La nozione di contratto di garanzia finanziaria. La categoria dei contratti di garanzia finanziaria è, in realtà, l'espressione con cui la direttiva, all'art. 2, paragrafo 1, indica due tipologie di contratto profondamente diverse sotto il profilo strutturale, e cioè i contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo della proprietà e i contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale.

I contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo della proprietà sono i contratti con i quali "il datore della garanzia finanziaria trasferisce la piena proprietà della garanzia finanziaria al beneficiario di quest'ultima allo scopo di assicurare l'esecuzione delle obbligazioni finanziarie garantite o di assisterle in altro modo". Come risulta chiaramente dal riferimento ai contratti di pronti contro termine la categoria che il legislatore intende in questo modo definire è quella delle outright transfers. I contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale sono invece i negozi costitutivi di garanzie reali tipiche.

Secondo la lettera a) dell'art. 2, paragrafo 1 non è necessario ai fini dell'esistenza di un contratto di garanzia finanziaria la stipula di un accordo quadro o di condizioni generali; con tale previsione la direttiva chiarisce che può aversi un contratto di garanzia anche al di fuori di un master agreement in essere tra le parti.

A differenza di quanto previsto per i contratti con trasferimento della proprietà non viene precisato che la garanzia deve assistere un'obbligazione finanziaria, il che lascerebbe intendere che le regole dettate per i contratti di garanzia valgono, nel caso di costituzione di una garanzia reale, anche quando la garanzia reale assiste un'obbligazione che non costituisca un'obbligazione finanziaria.

Questo problema appare strettamente connesso con quelli sollevati dalla nozione di obbligazioni finanziarie garantite, di cui alla lettera f), e cioè le obbligazioni "che sono assistite da un contratto di garanzia finanziaria e che danno diritto a un

pagamento in contanti e/o alla fornitura di strumenti finanziari". Si tratta di una definizione molto generica, come confermato dall'elencazione contenuta nel secondo alinea della lett. f), dalla quale non emerge in alcun modo il significato dell'aggettivo "finanziaria". L'unico limite al pericolo insito in questa tecnica legislativa, cioè un allargamento fuori misura della tutela eccezionale riconosciuta ai contratti di garanzia, sembra essere costituito dalla previsione della lettera e) dell'art. 1, il quale esclude comunque le persone fisiche dai soggetti che possono essere parte, ai fini della direttiva, di un contratto di garanzia finanziaria.

5. La forma dei contratti di garanzia finanziaria. Uno dei maggiori problemi posti dalle garanzie cross – border è rappresentato dal peso che gli operatori del mercato debbono sopportare per rispettare le formalità che ciascun ordinamento giuridico richiede per la costituzione della garanzia, quando questa assuma una forma tipica. L'art. 3, paragrafo 1 tenta di risolvere il problema richiedendo agli stati membri di non imporre alcuna formalità per la costituzione, la validità il perfezionamento o l'ammissibilità come prova di un contratto di garanzia finanziaria o la fornitura di una garanzia finanziaria in virtù di tali contratti, ferma restando la regola secondo cui la garanzia deve essere stata effettivamente fornita e tale fornitura deve poter essere provata per iscritto e la regola secondo cui il contratto di garanzia finanziaria deve potere essere provato per iscritto o in forme giuridicamente equivalenti.

Il senso generale della norma è chiaro: la direttiva intende esonerare dal rispetto di formalismi i contratti di garanzia finanziaria e l'atto con cui la garanzia è effettivamente fornita. Molto meno chiara è la funzione della regola contenuta nel secondo paragrafo dell'art. 3, il quale prevede che il paragrafo 1 non pregiudica le norme della direttiva che ne subordinano l'ambito di applicazione alla possibilità di provare per iscritto (o in forma giuridicamente equivalente nel caso dei contratti di garanzia finanziaria) la fornitura della garanzia finanziaria o il contratto di garanzia finanziaria. In una prima approssimazione si potrebbe sostenere che la funzione è quella di chiarire, data l'ampiezza della previsione del primo paragrafo, che rimane comunque ferma la previsione dell'art. 1, paragrafo 5. Ad un'analisi più approfondita appare tuttavia evidente il circolo logico a cui la norma da vita e le sue conseguenze sul piano sistematico. Se l'art. 1, paragrafo 5 richiede quale presupposto di applicazione della direttiva che il contratto di garanzia deve potere essere provata per iscritto e che la garanzia deve essere stata fornita e che questo deve potere essere provata per iscritto, la precisazione contenuta nel paragrafo 2 dell'art. 5 che nonostante la previsione del

paragrafo 1 la direttiva si applica solo alle garanzie finanziarie che rispettano i requisiti indicati dall'art. 1, paragrafo 5 sta a significare che la previsione del paragrafo 1 dell'art. 3 vale sempre e comunque cioè che gli stati membri debbono astenersi dall'imporre formalità che gravino sulle garanzie finanziarie. Al contrario, se la precisazione del paragrafo 2 non fosse stata inserita sarebbe stato chiaro che la regola del paragrafo 1 valeva solo per le garanzie che rispettavano i requisiti dell'art. 1, paragrafo 5.

6. Il riconoscimento dei modi di realizzo delle garanzie finanziarie. L'art. 4, paragrafo 1 impone agli stati membri di assicurare che il beneficiario della garanzia finanziaria nel caso in cui si verifichi un evento determinante l'escussione di quest'ultima (evento che certamente comprende anche l'insolvenza data l'ampia formula contenuta nell'art. 2, paragrafo 1, lett. 1) possa realizzare la garanzia finanziaria fornita nel quadro di un contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale. La limitazione della norma ai soli casi di costituzione di garanzia reale non deve sorprendere in quanto dal punto di vista della struttura giuridica nel caso di outrighi transfers il beneficiario della garanzia è già proprietario della garanzia finanziaria e quindi sarebbe inappropriato parlare di realizzo della garanzia. Quello che occorre tenere presente, anche ai fini della migliore comprensione dell'art. 6 che regola le garanzie realizzate con trasferimento del titolo della proprietà, è la sostanziale identità degli interessi in gioco che una volta imboccata la strada del riconoscimento dei contratti di garanzia finanziaria sono essenzialmente quelli dei terzi. Come si dirà questo dato non sembra essere stato tenuto nella dovuta considerazione dal legislatore comunitario.

L'art. 4 prevede due modalità di realizzo: nel caso di strumenti finanziari la vendita o l'appropriazione e la successiva compensazione con le obbligazioni finanziarie garantite, nel caso di contante la sola compensazione.

Il principale problema posto da queste modalità di realizzo è rappresentato dalla valutazione degli strumenti finanziari oggetto della garanzia. Le cautele con cui la direttiva tratta l'argomento sono numerose ma non sempre è agevole comprendere le distinzioni che vengono operate.

La prima di queste è la differenza tra il regime dell'appropriazione e quello della vendita. La vendita, così come l'appropriazione, è infatti assoggettata al paragrafo 6 dell'art. 4 il quale prevede che non sono pregiudicati "gli obblighi, stabiliti in virtù delle leggi nazionali, che il realizzo o la valutazione della garanzia finanziaria e il calcolo

delle obbligazioni finanziarie garantite abbiano luogo in condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale". La funzione di questa clausola di salvaguardia è contraddittoria: da un lato essa sembra fare salve le regole nazionali sulla valutazione e il calcolo delle garanzie finanziarie e delle obbligazioni finanziarie, ma dall'altro introduce il requisito della ragionevolezza sotto il profilo commerciale. Un'applicazione lineare della norma presupporrebbe che le regole nazionali in materia di realizzo e valutazione possano essere sempre considerate ragionevoli dal punto di vista commerciale, il che è molto lontano dalla realtà per una serie di motivazioni. In primo luogo occorre tenere presente che nel campo specifico delle garanzie finanziarie le modalità di realizzo che il mercato considera ragionevoli, e che sono quelle confluite all'interno dei master agreements, si discostano notevolmente da quello che le legislazioni nazionali in genere prevedono (si pensi in proposito al problema che il metodo loss adottato dall'ISDA pone, per la sua contrarietà al principio della non risarcibilità del danno da inadempimento quando l'impossibilità di adempiere sia una conseguenza dell'assoggettamento del debitore a una procedura di insolvenza). Inoltre va conciderato che molto spesso le regole nazionali si trovano ad operare nel contesto di procedure esecutive cioè in un campo dove la ragionevolezza commerciale lascia il posto ad altre esigenze considerate molto più urgenti in quella circostanza (celerità, trasparenza etc.) e non sempre compatibili.

Sul grado di coerenza del paragrafo 6 con il resto della disciplina contenuta nell'art. 6 occorre considerare che il paragrafo 4 prescrive che nel regolare le modalità di realizzo della garanzia finanziaria non può essere imposto, salvo che le parti lo prevedano: a) l'obbligo della preventiva comunicazione dell'intenzione di procedere al realizzo; b) l'obbligo di approvazione da parte di un tribunale, di un pubblico ufficiale o di altro soggetto; c) l'obbligo dell'asta pubblica o di altre forme, d) l'obbligo di rispettare un periodo supplementare.

Mentre la funzione del paragrafo 4 appare coerente con il disegno del legislatore comunitario di svincolare il più possibile le garanzie finanziarie dai formalismi richiesti dalle legislazioni nazionali, molto meno evidente è come essa si coordini con il paragrafo 6. Le legislazioni nazionali che il paragrafo 6 fa salve prevedono di regola che, ad esempio, la realizzazione della garanzia avvenga con asta pubblica perché questo metodo è quello che garantisce in genere la migliore valutazione di mercato, cioè è la più ragionevole dal punto di vista commerciale. Ancora non si vede come ciò possa avvenire, nel caso di procedure concorsuali, al di fuori di ogni controllo giudiziario quasi che i contratti in questione non solo non possano essere privati di efficacia ma nemmeno debbano essere valutati dall'autorità giudiziaria.

Lo stesso criterio della ragionevolezza commerciale è molto generico e purtroppo la direttiva, sempre prodiga di definizioni, omette di fornime una nozione come se la ragionevolezza commerciale costituisca un concetto matematicamente certo.

Venendo ora a considerare il caso dell'appropriazione, l'art. 4 prevede che questa è ammessa come modalità di realizzo solo quando le parti l'abbiano espressamente previsto e si siano accordate sulle modalità di valutazione degli strumenti finanziari. È in ogni caso fatta salva la possibilità per gli stati membri di non riconoscere alle parti questa possibilità. Anche il rapporto tra questa previsione e il paragrafo 6 appare contraddittorio, in quanto non è possibile conciliare la volontà delle parti in merito alla valutazione degli strumenti finanziari con le previsioni delle leggi nazionali che prescrivano regole ispirate alla ragionevolezza commerciale. Infatti delle due l'una: o si riconosce in modo pieno la volontà delle parti, o si dice che esistono regole che le parti non possono derogare, ma in quest'ultimo caso occorre indicare in modo chiaro quali sono queste regole. L'ambiguità del paragrafo 6 risulta ancora più evidente se si riflette sul fatto che oggetto della norma non è la sola valutazione delle garanzie finanziarie ma anche la valutazione delle obbligazioni finanziarie garantite cioè il computo degli importi dovuti dalle parti. Il che, in assenza di correttivi da parte delle legislazioni nazionali, apre la strada a un possibile sindacato circa le modalità di calcolo degli importi da compensare etc..

Il paragrafo 5 dell'art. 4 contiene una norma che pur essendo stata inserita nel contesto delle regole riguardanti le garanzie reali, è in realtà di generale applicazione ai contratti di garanzia finanziaria essendo stato previsto che gli "Stati membri garantiscono che un contratto di garanzia finanziaria abbia effetto conformemente ai termini da esso previsti nonostante l'avvio o il proseguimento di una procedura di liquidazione o di provvedimenti di risanamento nei confronti del datore o del beneficiario della garanzia".

Poiché le lettere j) e k) dell'art. 2, paragrafo 1 fanno coincidere le procedure di liquidazione con *tutti* i tipi di procedimento che preveda il realizzo di attività e la successiva distribuzione a creditori soci *etc.* sotto il controllo di un autorità e i provvedimenti di risanamento con quelli necessari a salvaguardare e risanare una determinata situazione finanziaria occorre interrogarsi sul ruolo della norma in relazione al realizzo delle garanzie e soprattutto sul suo coordinamento con quanto previsto dall'art. 8 in materia di procedure di insolvenza.

La lettera del paragrafo 5 è molto ampia e sembra indicare che il contratto di garanzia è sempre e comunque efficace in conformità a quanto previsto dalle parti. Al contrario l'art. 8, di cui si dirà ampiamente oltre, stabilisce che gli stati membri debbono

garantire che il contratto non possa essere dichiarato invalido o inefficace per il semplice fatto di essere stato posto in essere in un periodo sospetto ai fini della procedura concorsuale. Come è agevole constatare le due norme si muovono su piani del tutto diversi: l'art. 4, paragrafo 5 stabilisce che il contratto è efficace in conformità a quanto previsto dalle parti, mentre l'art. 8, paragrafo 1 ha un ambito più limitato stabilendo che la circostanza della stipula del contratto nel periodo sospetto non può essere un motivo in base al quale il contratto può essere reso inopponibile alla procedura. Occorre quindi valutare l'esatta portata della norma contenuta nell'art. 4, paragrafo 5. Interpreta in termini strettamente letterali la regola significa che quanto le parti hanno previsto è sempre e comunque efficace, a prescindere da eventuali vizi del contratto e/o cause di inefficacia non riconducibili alla volontà delle parti, ma una simile lettura non appare accettabile. Spunti per una diversa interprestazione si rinvengono nella stessa lettera del paragrafo. La norma contiene un espresso riferimento all'apertura e al proseguimento di procedure di liquidazione o risanamento, e questo fa pensare che la direttiva abbia inteso limitare l'ambito di applicazione della previsione ai soli casi di invalidità o inefficacia che siano direttamente riconducibili a tali procedure. Il che ripropone il problema del coordinamento con l'art. 8, perché se si legge l'art. 4, paragrafo 5 nel senso che le procedure non incidono su quanto le parti hanno previsto occorre poi spiegare quale è il ruolo delle cautele previste dall'art. 8. Per esemplificare, in base all'art. 4, paragrafo 5 si potrebbe affermare che il contratto concluso nel periodo sospetto ovvero dopo l'apertura della procedura nella consapevolezza dello stato di insolvenza non può essere attaccato dalla procedura, ma allo stesso tempo l'art. 8 paragrafo 2 stabilisce che nel caso di contratti conclusi dopo l'apertura della procedura il beneficiario deve dimostrare di non avere avuto la possibilità di sapere dell'apertura della procedura. Certamente è possibile sostenere che l'art. 8 specifica il contenuto dell'art. 4 paragrafo 5, ma si tratta di una spiegazione non convincente del ruolo della norma che appare dotata di un respiro ben maggiore.

Rimane, infine, da valutare se la collocazione topografica della norma abbia un qualche significato. Dato il contenuto del paragrafo successivo (che viene dichiarato applicabile anche agli artt. 5, 6 e 7) non sembra utile soffermarsi ulteriormente sul problema e sembrerebbe possibile concludere che la collocazione è avvenuta in modo puramente casuale. Occorre però tenere presente che data la collocazione della norma e il riferimento all'effetto la norma potrebbe anche intendersi come clausola che salvaguarda nel caso di apertura delle procedure concorsuali le modalità di realizzo della garanzia così come determinate dalle parti. Questo renderebbe compatibile la regola con quanto previsto dall'art. 8.

7. Il diritto di utilizzare la garanzia finanziaria nel caso di contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale. Tra le possibilità che i master agreements riconoscono alle parti figurano i diritti di substitution e rehypothecation cioè rispettivamente i diritti di restituire strumenti finanziari diversi da quelli originariamente ricevuti e di utilizzare quelli ricevuti per costituire nuove garanzie. Come si è detto si tratta di una facoltà strettamente connessa con la natura fruttifera delle attività ricevute e che rappresenta una delle principali cause di preoccupazione circa gli effetti sistemici del rischio legale.

L'art. 5, paragrafo 1 stabilisce che gli stati membri debbono garantire che "il beneficiario della garanzia finanziaria sia legittimato ad esercitare il diritto di utilizzazione della garanzia finanziaria fornita nell'ambito di un contratto di garanzia con costituzione di garanzia reale, se e nella misura in cui ciò è previsto dai termini di tale contratto".

Il vincolo all'utilizzo dei beni costituiti in garanzia rappresenta un tratto tipico delle norme in materia di garanzia mobiliare secondo quanto previsto ad esempio dall'art. 2792 del codice civile italiano. Poiché il diritto di utilizzo può essere convenuto dalle parti, l'importanza delle previsioni della direttiva non risiede tanto nella facoltà concessa dal primo paragrafo ma nel diritto – obbligo del beneficiario di restituire strumenti finanziari equivalenti a quelli originariamente ricevuti in garanzia secondo quanto previsto dai master agreements e ora riconosciuto dal dell'art. 5, paragrafo 2.

Come è noto il problema delle garanzie *rotative* ha formato oggetto di un ampio dibattito prima del riconoscimento legislativo delle fattispecie più comunemente utilizzate nella pratica<sup>140</sup>. Il punto nodale del dibattito era costituito dall'idea che il venire meno dell'identità originaria della garanzia facesse venire meno la garanzia stessa o perlomeno dava luogo alla costituzione di una nuova garanzia nel momento in

Pegno rotativo: spiegazioni ... a richiesta (fra il serio e il faceto), in Riv. Notar., 2002, pp. 547 ss.; F. GAZZONI, Il vestito dell'imperatore ("replica ossessiva" sul pegno rotativo), in Riv. Notar., 2002, pp. 563 ss; M. RESCIGNO, Le garanzie "rotative" convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina, in Banca, Borsa, tit. cred., 2001, I, pp. 1 ss.. In giurisprudenza: Cass. Civ., sez. I, 3 marzo 2004, n. 4520, in Guida al diritto, 2004, 15, 71; Cass. Civ., sez. I, 11 novembre 2003, n. 16914, in Foro it., 2004, 1, pp. 410 ss.; Cass. Civ., sez. I, 27 settembre 1999, n. 10685, in Foro it., 2000, I, pp. 528 ss.; Cass. Civ., sez. I, 28 maggio 1998, n. 5624, in Banca, Borsa, tit. cred., 1998, II, pp. 485 ss.

cui venivano forniti i nuovi beni che ne formavano l'oggetto. Il caso di specie non si innesta a pieno titolo all'interno di questa tematica, per almeno due ragioni. In primo luogo il diritto alla substitution, pur potendo essere attribuito al datore della garanzia, è di regola un diritto del beneficiario e come tale viene regolato; al contrario il problema delle garanzie rotative si concentra sul diritto del datore della garanzia di sostituire i beni originariamente forniti con altri beni equivalenti. Il secondo motivo di diversità riguarda l'oggetto della garanzia. Infatti nel caso di garanzie rotative si discuteva comunque di beni equivalenti: sintomatico è il caso delle garanzie costituite sui magazzini di determinate tipologie di prodotti alimentari. Nel caso della substitution invece si parla del diritto del beneficiario di restituire strumenti finanziari diversi da quelli ricevuti: il problema cioè non è quello di sostituire le azioni della Alfa s.p.a. dal n. 1 al n. 10 con azioni della Alfa s.p.a. dal n. 20 al n. 30, ma quello di sostituire le azioni della Alfa con quelle della Beta o con altri strumenti finanziari che siano equivalenti dal punto di vista finanziario.

A questo punto appaiono doverose alcune considerazioni sulla nozione di equivalenza ai fini della direttiva. La direttiva stabilisce infatti che per garanzia equivalente si intende: a) quando si tratta di contante, un importo nella stessa valuta; b) quando si tratta di strumenti finanziari, o i) strumenti finanziari dello stesso emittente o debitore, appartenenti alla medesima emissione o classe e con lo stesso importo nominale, stessa valuta e stessa descrizione, ovvero ii) altre attività, nel caso in cui il contratto di garanzia preveda il trasferimento di queste attività a causa di eventi che possano riguardare o influenzare gli strumenti finanziari forniti originariamente in garanzia. Come è agevole constatare possono essere considerati equivalenti, cioè equivalent securities, ai fini della direttiva anche strumenti finanziari completamente diversi da quelli originariamente forniti in garanzia. A questo proposito va precisato che la lettera t) delle definitions del GMRA TBMA/ISMA prevede anche la possibilità per le parti di prevedere che l'ammontare delle equivalent securities sia diverso da quello originario.

Prescindendo per il momento da ogni considerazione di ordine teorico occorre rilevare che le funzione dell'art. 5 è soprattutto quella di regolare i rapporti tra le parti del contratto di garanzia, in particolare il beneficiario, e i terzi che possano avanzare pretese sulla validità, efficacia ovvero opponibilità della garanzia stabilendo, in sintesi, che nonostante la presenza del diritto di sostituzione o utilizzo la garanzia costituita dalle parti è sempre quella originaria. Nel dibattito dottrinale che sta alla base della direttiva era infatti molto diffusa la preoccupazione che il diritto di sostituzione, ampiamente riconosciuto all'interno dei master agreements, potesse essere fonte di

discussioni tra le parti e i terzi soprattutto in occasione di procedure concorsuali. Infatti il diritto di restituire strumenti finanziari diversi da quelli originari aveva fatto sorgere il dubbio che la garanzia originariamente costituita fosse venuta meno, con creazione della nuova garanzia dal momento della reintegrazione della garanzia stessa in seguito all'utilizzo da parte del beneficiario, con tutto quello che ne consegue sul piano dei rapporti tra opponibilità della garanzia e momento di apertura della procedura di insolvenza. Per esemplificare, si temeva che se il beneficiario avesse restituito i beni equivalenti nel periodo indicato dall'art. 67, comma 2 in effetti la restituzione avrebbe rappresentato l'atto costitutivo di una nuova garanzia inopponibile agli organi della procedura. L'art. 5, paragrafo 3 scongiura questo pericolo stabilendo che la garanzia equivalente "è soggetta al contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale cui era soggetta la garanzia finanziaria originaria e si considera fornita in virtù del contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale nel momento in cui la garanzia finanziaria originale è stata fornita per la prima volta.". In merito alla portata di questa previsione occorre tenere presente il fatto che essa vale nella misura in cui il contratto di garanzia finanziaria rientra nell'ambito di applicazione della direttiva il quale è certamente ampio ma è allo stesso tempo ben lontano dal costituire una disciplina generale di questo genere di contratti. Questo significa che rimane impregiudicato il problema degli effetti della previsione del diritto di sostituzione al di fuori dell'applicazione della direttiva e quindi se la norma contenuta nell'art. 5 possa essere considerata una previsione eccezionale<sup>141</sup>.

Anche nella definizione del diritto di utilizzazione la direttiva riconosce pienamente la volontà delle parti. L'oggetto del diritto non viene individuato, ma l'art.

Ancora sul piano della tutela del beneficiario da contestazioni circa la validità o efficacia della garanzia dovute al riconoscimento del diritto di utilizzazione e sostituzione si pone il paragrafo 4, che impone agli stati membri di stabilire che l'uso della garanzia finanziaria non può impedire al beneficiario di fare valere i propri diritti in sede di esecuzione forzata né incidere sulla validità della garanzia. Il primo dato da segnalare al riguardo è che la norma limita il proprio ambito di applicazione al caso in cui venga fatto uso del diritto di utilizzo, da cui sembra doversi desumere che la sola previsione del diritto di utilizzazione non può costituire di per sé il fondamento per contestazioni in ordine alla validità o all'efficacia della garanzia. Il secondo ordine di questioni potrebbe porsi in relazione al riferimento all'esecuzione forzata, poiché laddove non si intendesse quest'espressione in senso molto ampio, come riferimento a qualunque procedura che preveda l'esecuzione sui beni del debitore, potrebbero rimanere escluse dall'ambito di applicazione della norma le procedure esecutive poste in essere nell'ambito di procedure di insolvenza.

5, paragrafo 1 impone agli stati membri di riconoscere il diritto di utilizzazione se e nella misura in cui il diritto viene previsto dai termini del contratto di garanzia finanziaria. Il paragrafo 2 dell'art. 5 stabilisce che l'esercizio del diritto fa sorgere l'obbligo di trasferire una garanzia finanziaria equivalente al più tardi entro la scadenza fissata per adempiere le obbligazioni finanziarie garantite. In alternativa alla restituzione il beneficiario, se il contratto lo prevede e in conformità ai termini previsti dal contratto, può compensare la garanzia finanziaria equivalente con l'obbligazione finanziaria garantita o utilizzare la garanzia finanziaria equivalente per estinguere l'obbligazione finanziaria garantita.

L'ampiezza del riconoscimento degli accordi delle parti confligge con i diritti dei terzi che vantino pretese nei confronti del datore della garanzia. Innanzitutto è possibile che le parti abusino del potere, loro riconosciuto dall'art. 5, paragrafo 2 di determinare le modalità con le quali la compensazione o il realizzo debbono avvenire. Questo rischio dovrebbe essere scongiurato dall'art. 4, paragrafo 6 il quale espressamente stabilisce che l'art 5 non pregiudica l'applicazione di regole nazionali che impongono che la valutazione delle garanzie e delle obbligazioni finanziarie abbia luogo in condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale, ma si è osservato che questo criterio è troppo vago e soprattutto è estremamente difficile individuare una regola di ragionevolezza commerciale, salvo identificarla con quanto stabilito nelle practices di settore. Il secondo motivo di perplessità attiene al coordinamento tra il primo alinea del paragrafo 2 che prevede l'obbligo di restituzione e il secondo alinea che invece prevede in alternativa il trasferimento della garanzia o la sua compensazione o utilizzo per estinguere l'obbligazione garantita. Il primo alinea stabilisce una regola abbastanza ovvia e cioè che al tempo fissato per l'adempimento il beneficiario deve avere trasferito garanzia finanziaria equivalente a quella originaria, con lo scopo di creare la disponibilità per la restituzione al datore nel caso in cui l'adempimento delle obbligazioni garantite abbia luogo: va infatti considerato che la direttiva non mette in relazione l'obbligo del trasferimento con l'adempimento dell'obbligazione garantita. Il destinatario del trasferimento non viene indicato e ciò va messo in relazione al fatto che le garanzie finanziarie vengono normalmente costituite mediante l'accensione di conti ad hoc vincolati a favore del beneficiario e sarebbe stato quindi improprio parlare di restituzione al datore della garanzia in un momento nel quale potrebbe non esservi stato adempimento. Il secondo alinea prevede, in alternativa al trasferimento, la compensazione o l'utilizzo per l'estinzione. Il primo aspetto dubbio risiede nel diverso riferimento temporale, in quanto il primo alinea parla di data di scadenza per l'adempimento delle obbligazioni mentre il secondo alinea fa riferimento alla data

fissata per l'adempimento delle obbligazioni: è quindi necessario chiedersi se il giorno indicato sia lo stesso. Se la direttiva avesse fatto riferimento in un caso alla data di scadenza dell'obbligazione e nell'altro alla data per l'adempimento, sarebbe stato possibile affermare che si trattava di date diverse, perché è certamente possibile fissare una data di scadenza dell'obbligazione diversa rispetto a quella per l'adempimento e anzi questa rappresenta un'ipotesi normale. Al contrario la direttiva fa riferimento in entrambi i casi all'adempimento, e quindi il riferimento temporale va considerato il medesimo. In ogni caso il contenuto del secondo alinea appare difficilmente comprensibile. Infatti esso prevede che è in facoltà del beneficiario trasferire la garanzia o utilizzarla per estinguere l'obbligazione. Le alternative, infatti, si muovono su piani diversi: il beneficiario trasferirà, questa volta in modo definitivo al datore, la garanzia nel caso di adempimento dell'obbligazione mentre ricorrerà alla compensazione o all'utilizzo nel caso in cui il debitore sia inadempiente. In sostanza la previsione del secondo alinea non ha senso così come è stata formulata, cioè come facoltà alternativa del creditore.

1

L'ultimo paragrafo dell'art. 5 stabilisce che quando "un evento determinante l'escussione della garanzia si verifica mentre l'obbligazione di cui al paragrafo 2, primo comma, deve ancora essere adempiuta, tale obbligazione può essere oggetto di una compensazione per close – out". La formulazione della norma non è precisa dal punto di vista tecnico, in quanto si fa riferimento all'obbligazione di cui al paragrafo 2 il quale contiene a sua volta il riferimento a due tipi di obbligazioni, cioè sia quella di restituire garanzia equivalente, sia l'obbligazione finanziaria garantita. Ragionando in base al senso della norma, l'obbligazione interessata è quella di trasferire garanzia equivalente. Infatti la norma disciplina il caso in cui un event of default si verifichi prima della scadenza del termine e prevede in sostanza che l'obbligo di trasferimento possa essere compensato nell'ambito delle reciproche obbligazioni che formano oggetto del netting. Al riguardo occorre infatti considerare che i master agreements prevedono che nel computo delle obbligazioni che concorrono al netting vengano anche tenuti presente gli obblighi di trasferimento aventi per oggetto equivalent securities.

8. Il riconoscimento delle outright transfers. L'art. 6 prescrive che gli stati membri debbono assicurare che i contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo della proprietà siano efficaci in conformità ai termini dagli stessi stabiliti. Con questa norma la direttiva supera ogni perplessità circa la validità ed efficacia dei trasferimenti di proprietà in funzione di garanzia. Come si ricorderà i dubbi circa la

validità di questo tipo di garanzia erano essenzialmente di due tipi: il primo, e più diffuso nel dibattito sulle garanzie finanziarie, era legato al rischio della qualificazione del trasferimento in funzione di garanzia quale garanzia tipica con la conseguenza della invalidità o inefficacia verso i terzi nel caso non fossero state rispettate le formalità prescritte dalla legge per la costituzione della garanzia stessa. Il secondo dubbio era legato alle norme che per varie ragioni vietano i trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia di cui l'art. 2744 c.c. è l'esempio più chiaro.

La norma della direttiva ha un contenuto molto ampio e si può affermare che essa si limiti a indicare le finalità che i legislatori nazionali debbono perseguire. L'unica previsione self executing è quella contenuta nel secondo paragrafo che ammette al close – out netting l'obbligazione del beneficiario della garanzia di restituire garanzia equivalente, analogamente a quanto previsto per la costituzione di garanzie reali.

Come per le garanzie reali si pone il problema della tutela dei terzi contro abusi commessi dalle parti in sede di valutazione del valore delle garanzie e delle obbligazioni finanziarie, rischio al quale cerca di porre un argine l'art. 4, paragrafo 6 mediante il criterio della ragionevolezza commerciale, del quale si è già dimostrata la debolezza anche sul piano pratico.

9.1. Il riconoscimento del close – out netting. L'art. 7 impone agli stati membri di prevedere che la clausola di compensazione per close – out possa avere effetto in conformità ai termini in essa previsti nei seguenti casi: a) nonostante l'avvio o il proseguimento di una procedura di liquidazione o di provvedimenti di risanamento nei confronti del datore della garanzia e/o del beneficiario della garanzia; b) nonostante qualunque presunta cessione, sequestro conservativo giudiziario e/o di altro tipo o altra alienazione dei predetti diritti o concernente i predetti diritti. Il paragrafo 2 aggiunge che gli stati membri sono tenuti a garantire che l'applicazione di una clausola di compensazione per close – out non può essere soggetta agli obblighi di cui all'art. 4, paragrafo 4, salvo disposizione contraria convenuta tra le parti.

La direttiva fornisce una definizione di clausola di compensazione per close – out all'art. 1, paragrafo 1, lett. n): "clausola di un contratto di garanzia finanziaria o di un contratto comprendente un contratto di garanzia finanziaria, oppure, in mancanza di tale clausola, qualsiasi norma giuridica per la quale, in caso di evento determinante l'escussione della garanzia, attraverso compensazione (netting o set – off) o altra modalità: i) la scadenza delle obbligazioni delle parti viene anticipata, cosicché tali obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono tradotte nell'obbligazione

di versare un importo pari al loro valore corrente stimato, oppure esse sono estinte e sostituite dall'obbligazione di versare un importo identico; e/o ii) si stabilisce in un conto quanto ciascuna parte deve all'altra con riferimento a dette obbligazioni, e la somma netta globale pari al saldo dovuto dalla parte il cui debito è più elevato". Tale nozione comprende anche quella del netting by novation, cioè la compensazione che dà luogo alla sostituzione delle obbligazioni originarie con una nuova obbligazione. Anche in questo caso la copertura dell'ultimo paragrafo dell'art. 4 dovrebbe scongiurare il pericolo di un utilizzo abusivo della valutazione delle obbligazioni finanziarie. Sotto il profilo tecnico non appare invece chiaro il riferimento contenuto nella lettera b) del paragrafo 1 ai "predetti diritti", poiché né la lettera b) né il precedente testo contiene riferimenti a diritti. La soluzione più logica sembra quella di ritenere che i predetti diritti siano i diritti di garanzia, e pertanto la norma indica che l'avvio di procedure cautelari o esecutive, nonché l'alienazione dei beni che formano oggetto della garanzia non impedisce il funzionamento delle regole sul close - out. In questo senso la norma appare, per così dire, il profilo oggettivo della lettera b), il quale prevede che le procedure concorsuali riguardanti il datore della garanzia o il suo beneficiario non impediscono al *netting* di funzionare.

La lettera a) del paragrafo 1 dell'art. 7 stabilisce che il close – out deve essere efficace anche nel caso di assoggettamento del beneficiario della garanzia a una procedura concorsuale o di risanamento 142, il che pone il problema di stabilire se l'art. 7 contenga una clausola di salvezza degli accordi di close – out, i quali sarebbero sempre opponibili agli organi delle procedure a prescindere da ogni loro vizio. Come per i casi analoghi incontrati nella legislazione comunitaria la soluzione del problema non può che essere quella che limita al massimo la portata della norma, e questo non tanto per l'eccezionalità del principio quanto per il fatto che i soggetti terzi rispetto al fallimento potrebbero vedersi sottratti beni dell'asse fallimentare al di fuori di ogni contrappeso o possibilità di controllo. In proposito occorre distinguere due piani: quello delle regole civilistiche e quello della legge fallimentare. La norma risulta infatti perfettamente compatibile con le regole comuni, con le eccezioni introdotte dalla direttiva stessa (ad esempio quella dell'art. 6), per cui sarà certamente possibile per gli organi della procedura attivare gli strumenti del diritto civile, come per esempio l'azione revocatoria

<sup>&</sup>lt;sup>142</sup> A questo proposito è necessario precisare che non esiste alcun rapporto necessario tra l'essere beneficiario di una garanzia finanziaria e la posizione assunta in seguito al *netting* (da cui potrebbe risultare che il beneficiario è il *debitore netto*), ed è quindi opportuna l'estensione della previsione anche all'ipotesi dell'assoggettamento del beneficiario a procedure di liquidazione o risanamento.

ordinaria o le azioni di invalidità o inefficacia. Al riguardo occorre tenere presente che qualora il contratto tra le parti possa essere considerato come contratto derivato, troverà applicazione l'art. 203 del T. U. B., il cui ambito di applicazione coincide con quello della direttiva. Il problema si complica nel caso delle regole sull'insolvenza, poiché lo scopo della norma è proprio quello di superare ogni dubbio circa l'efficacia del close out netting nel caso di insolvenza della parte di un contratto di garanzia finanziaria. Nell'esaminare le ragioni per cui la legge fallimentare rappresenta un pericolo per il close - out netting si è constatato che queste riguardano essenzialmente due gruppi di regole: quelle sul cherry picking, che cioè attribuiscono al curatore il diritto di scegliere se dare o meno attuazione al contratto, e quelle in materia di compensazione poiché non sempre potrebbero verificarsi i presupposti previsti dall'art. 56 l. fall. per il riconoscimento della compensazione in sede di fallimento. Si è visto anche che, sebbene gran parte di questi dubbi possano essere superati in sede di interpretazione, permane un margine di incertezza che certamente giustifica un intervento del legislatore. Se queste sono le ragioni che sono alla base dell'intervento normativo, non può certamente essere riconosciuto a quest'ultimo un'efficacia che vada oltre e soprattutto che permetta di superare le norme che tutelano il patrimonio dell'impresa insolvente da comportamenti sospetti. Non sembra quindi ammissibile in sede di attuazione della direttiva né di interpretazione delle norme di recepimento ritenere che l'art. 7 valga ad esonerare i contratti di garanzia finanziaria che prevedano accordi di close – out da quanto previsto dall'art. 67 l. fall..

9.2. segue. L'esenzione degli accordi di close – out netting dall'osservanza delle regole procedurali in materia di insolvenza. Il secondo paragrafo dell'art. 7 estende all'esercizio della clausola di close – out netting le esenzioni previste dall'art. 4 paragrafo 4, salvo diverso accordo tra le parti. Tra i casi previsti dall'art. 4, paragrafo 4 figura l'esenzione dall'obbligo dell'approvazione delle condizioni di realizzo da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa. Poiché il close – out netting opera anche nel caso di procedure concorsuali di cui sia parte il beneficiario della garanzia ne consegue che l'atto in questione può essere compiuto dal curatore o dal commissario, i quali succedono nel contratto di garanzia finanziaria, al di fuori di ogni controllo giudiziario o amministrativo o da organi di controllo interno.

Poiché non viene indicato l'ambito di applicazione, occorre chiedersi se la norma troverà applicazione anche al di fuori delle procedure concorsuali a cui invece fa riferimento il paragrafo 1. A favore di una interpretazione estensiva depone l'unico

riferimento preciso, rappresentato dall'elenco contenuto nell'art. 4, paragrafo 4 il quale non necessariamente presuppone l'apertura di una procedura di insolvenza (in quanto i profili procedurali indicati risultano perfettamente compatibili con una procedura esecutiva ordinaria). Ne consegue che il modo in cui le parti hanno deciso di regolare i propri rapporti in merito alla realizzazione della garanzia troverà riconoscimento anche in occasione di una ordinaria procedura esecutiva, con l'unica debole cautela per i terzi rappresentata dall'art. 4, paragrafo 6.

Ancora una volta responsabile di questa scelta sembra essere il dibattito che ha preceduto l'approvazione della direttiva. All'interno di questo si era affermato il principio guida secondo il quale il modo in cui le parti avevano regolamentato il rapporto non poteva più essere messo in discussione da soggetti terzi e soprattutto che in sede di realizzo delle garanzie non poteva costituire causa di invalidità degli atti compiuti dalle parti l'inosservanza delle regole di diritto comune in materia di esecuzione. Questo principio risponde certamente a un'esigenza meritevole di tutela che è quella di esonerare le parti dal rispetto di requisiti formali in considerazione dei benefici, in termini di riduzione del rischio legale e del peso economico legato all'osservanza dei requisiti stessi. Occorre però considerare che quel dibattito si era prevalentemente sviluppato tenendo presenti, quali punti di riferimento i diversi master agreements elaborati dalle associazioni di categoria, cioè accordi elaborati da soggetti dai quali è ragionevole attendersi un certo grado di mediazione tra le esigenze della financial industry e quelle della collettività, anche in considerazione del fatto che di regola le Autorità di controllo sono parti autorevoli di quelle organizzazioni avendone talvolta anche promosso la creazione. Qualora la direttiva avesse limitato il proprio ambito di applicazione ai contratti retti da accordi quadro elaborati da tali associazioni, regole come quella in esame avrebbero avuto una legittimazione sostanziale maggiore. perché ad esempio si sarebbe comunque potuto affermare che l'esenzione dall'obbligo di autorizzazione preventiva era bilanciato dalla conformità a un modello comunque riconosciuto. Al contrario la direttiva trova applicazione a prescindere dalla fonte contrattuale da cui derivano le regole sul netting secondo la previsione, più che eloquente dell'art. 2, paragrafo 1 lett. a) ("siano o no coperti da un accordo quadro o da condizioni generali?), né sembra che vi sia stato un particolare sforzo di tipizzazione poiché, nel tentativo di formulare regole il più possibile generali, la direttiva definisce gli effetti degli accordi non il loro contenuto.

10.1. La disapplicazione delle regole sull'insolvenza. Gli atti compiuti nel periodo sospetto. Le disposizioni contenute nell'art. 8 perseguono lo scopo di rendere opponibili alle procedure di insolvenza i contratti di garanzia finanziaria e gli atti con cui la garanzia finanziaria viene fornita. A questo riguardo la direttiva opportunamente distingue le diverse ipotesi della costituzione della garanzia e della fornitura di garanzia finanziaria in attuazione di un obbligo di fornire garanzia integrativa o in sostituzione di quella precedente.

Il paragrafo 1 dell'art. 8 prevede che sia il contratto di garanzia finanziaria sia la fornitura eseguita in virtù di tale contratto non possono essere dichiarati nulli, annullati o resi inefficaci per il solo fatto che la garanzia finanziaria sia stata fornita o il contratto di garanzia sia stato concluso il giorno stesso della dichiarazione di apertura della procedura ma prima del provvedimento relativo ovvero in un determinato periodo anteriore al provvedimento di apertura della procedure. La funzione della norma, come è evidente, consiste nel mettere al riparo il contratto di garanzia e l'atto di fornitura da possibili contestazioni dipendenti dalla conclusione del contratto o dall'effettuazione della fornitura nel c.d. periodo sospetto, cioè in quel periodo anteriore alla dichiarazione di apertura della procedura concorsuale in cui gli atti dell'insolvente sono tendenzialmente considerati come compiuti in pregiudizio dei creditori e per questo assoggettati a diversi tipi di sanzione, quali l'invalidità o l'inefficacia verso il concorso.

Il paragrafo 2 aggiunge che quando i contratti di garanzia, le forniture di garanzie o la nascita di obbligazioni finanziarie garantite hanno la stessa data dell'apertura della procedura ma sono successivi al provvedimento, grava sul beneficiario della garanzia l'onere di provare di non essere stato né di avere potuto essere a conoscenza dell'avvio della procedura.

Il principale problema esegetico posto dall'art. 8, paragrafo 1 risiede nel fatto che la norma esige dagli stati membri di non imporre sanzioni di inefficacia o invalidità sugli atti compiuti nel periodo sospetto per il solo fatto di essere stati compiuti in detto periodo. Il punto è, con riferimento alla legge fallimentare italiana, che la fattispecie della revoca degli atti compiuti si perfeziona non solo con il compimento dell'atto nel periodo sospetto, ma anche con la mancata prova dell'ignoranza dello stato di insolvenza da parte della controparte dell'insolvente nell'operazione. Questa situazione di incertezza viene ulteriormente aggravata dal contenuto del paragrafo 4 dell'art. 8 il quale dispone che "[f]atti salvi i paragrafi da 1 a 3, la presente direttiva non pregiudica le norme generali della legislazione nazionale in materia di insolvenza in relazione all'invalidità delle operazioni conclude nel periodo previsto di cui al paragrafo 1, lettera b), e al paragrafo 3, punto i)". La norma, infatti, fa salve le regole

nazionali in materia di insolvenza che disciplinano gli atti compiuti nel periodo sospetto, cioè il periodo indicato dal paragrafo 1, lettera b), e al paragrafo 3, punto i), dopo avere premesso che sono salve le regole contenute nei paragrafi da 1 a 3. È evidente che il modo in cui si interpreta l'avverbie "soltanto" utilizzato dal paragrafo 1 è di centrale importanza per comprendere il significato del paragrafo 4. Infatti in questa norma è possibile vedere sia una conferma dell'interpretazione più volte proposta in questo lavoro e cioè che rimangono ferme le norme delle legislazioni nazionali che subordinano l'inefficacia degli atti compiuti nel periodo sospetto a condizioni ulteriori rispetto al semplice fatto del compimento dell'atto in detto periodo, sia vedere una semplice conferma della natura eccezionale delle regole contenute nei paragrafi da 1 a 3 dell'art. 8.

10.2. segue. Il diritto di sostituzione nelle procedure di insolvenza. Il paragrafo 3 regola le conseguenze dell'apertura della procedura di insolvenza sulla fornitura di garanzie integrative e sul diritto di sostituire la garanzia originaria con una nuova che abbia lo stesso valore. Anche in questo caso la direttiva precisa che gli stati membri non possono considerare invalide o inefficaci le garanzie unicamente per il fatto di essere state fornite nel periodo sospetto ovvero nel giorno di apertura della procedura ma anteriormente al provvedimento che dichiara aperta la procedura. A questa ipotesi la direttiva aggiunge il divieto per gli stati membri, di prevedere che l'invalidità o l'inefficacia dipendano unicamente dal fatto che le obbligazioni finanziarie garantite hanno preso effetto anteriormente alla data di fornitura della garanzia integrativa o della garanzia fornita a titolo di sostituzione o di scambio.

Le ipotesi regolate nel primo comma del paragrafo 3 debbono essere considerate separatamente. La lettera a) prende in considerazione le garanzie finanziarie e le garanzie integrative che debbano essere fornite per tenere conto delle variazioni del valore della garanzia originaria o dell'importo delle obbligazioni finanziarie garantite. L'ipotesi è dunque quella dei margini di garanzia che debbano essere forniti dalle parti appunto nei casi indicati di variazione dell'importo garantito o del valore della garanzia fornita originariamente. L'unica perplessità al riguardo è l'autonoma considerazione rispetto alle ipotesi regolate dall'art. 8, paragrafo 1 alle quali sono certamente riconducibili i casi della lettera a). A questo proposito va tuttavia sottolineato che la disciplina del paragrafo 3 potrebbe in concreto risultare ancora più favorevole per le garanzie rispetto al sistema delineato nei paragrafi 1 e 2, poiché il punto i) del paragrafo

3 fa salve le garanzie fornite dopo il sorgere dell'obbligazione garantita senza alcum riferimento al tempo di apertura della procedura concorsuali.

Molto diversi sono i problemi posti dall'ipotesi regolata nella lettera b) del primo comma del paragrafo 3. Innanzitutto occorre tenere presente che nei master agreements è frequente la previsione di clausole che permettono al soggetto che ha fornito la garanzia finanziaria di ritirare quanto versato alla controparte sostituendolo con una garanzia equivalente per valore e caratteristiche. Questo diritto risponde alla medesima esigenza che sta alla base del riconoscimento del diritto di utilizzazione in capo al beneficiario della garanzia e cioè una gestione più dinamica degli strumenti finanziari posseduti. In modo speculare rispetto al problema posto dal diritto di utilizzazione riconosciuto al creditore, anche per il diritto di sostituzione riconosciuto al debitore si pone il problema se sostituendo i beni che formavano oggetto della garanzia originaria la garanzia rimanga immutata ovvero possa dirsi costituita una nuova garanzia. È noto che il problema in questione è quello dell'ammissibilità delle garanzia rotative, con l'aggravante che in molti casi il diritto di sostituzione si accompagna al diritto della parte di domandare la sostituzione dell'originaria transazione con una nuova, secondo un meccanismo tipicamente novativo. Quello che in questa sede è opportuno sottolineare è che il legislatore comunitario avrebbe forse potuto dettare al riguardo regole analoghe a quelle contenute nell'art. 5 della direttiva. In questo modo avrebbe, messo al riparo le operazioni di sostituzione da eventuali contestazioni da parte di organi della procedura soprattutto nel caso in cui la sostituzione si accompagni al sistema di novazione sopra descritto.

Valgono anche per il paragrafo 3 le considerazioni svolte in merito al significato da attribuire all'avverbio *unicamente* e al suo coordinamento con il paragrafo 4.

11.1. Il conflitto tra leggi. Il problema dell'individuazione del place of the relevant intermediary. L'art. 9 della direttiva rappresenta un punto di svolta nella disciplina dei diritti su strumenti finanziari in forma scritturale cioè, per usare la stessa definizione fornita dalla direttiva all'art. 2, lett. g), su strumenti finanziari "la cui proprietà risulta da un'iscrizione in un registro o in un conto, tenuto da un intermediario o a suo nome" 143.

ll secondo periodo dell'art. 9, paragrafo 1, risolvendo una delle questioni poste dall'art. 9, paragrafo 2 della direttiva 98/26/CE sancisce l'inammissibilità del c.d. rinvio oltre, cioè che la legge individuata in base all'art. 9 a sua volta faccia riferimento alla legge di un altro stato e così via.

Il paragrafo 1, accogliendo in maniera incondizionata il place of the relevant intermediary approach, stabilisce che le questioni derivanti da una garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale è disciplinata dalla legge del "paese in cui è situato il conto di pertinenza". L'importantissima innovazione rispetto alla regola dell'art. 9, paragrafo 2 della direttiva 98/26/CE è rappresentata dal riferimento alla legge del paese in cui il conto di pertinenza si trova senza che sia più necessario che si tratti di uno stato membro. Se da un lato l'allargamento dell'ambito di applicazione va considerato estremamente utile per il superamento dei vuoti normativi a cui inevitabilmente dava luogo l'art. 9, paragrafo 2 della direttiva 98/26/CE nel caso in cui il conto di pertinenza non si trovasse in uno stato membro, dall'altro esso solleva alcuni interrogativi ai quali la presente direttiva non fornisce risposta.

In primo luogo la direttiva non prende affatto in considerazione il rischio che lo stato non membro nel quale sia situato il conto di pertinenza non offra le garanzie di validità, efficacia e opponibilità ai terzi che il legislatore comunitario richiede agli stati membri, con il rischio di vanificare la tutela offerta dalla direttiva ai contratti di garanzia finanziaria. Ad esempio lo stato nel quale il conto di pertinenza è tenuto potrebbe non riconoscere le garanzie attuate mediante il trasferimento della proprietà, e pertanto il giudice chiamato ad applicare la legge richiamata dall'art. 9 potrebbe essere costretto a dichiarare nulla o inefficace la garanzia finanziaria. Occorre inoltre considerare che data la generalità delle definizioni di garanzia finanziaria e conto di pertinenza, il fatto della collocazione in uno stato non membro del conto di pertinenza non rappresenta un'ipotesi remota.

Il secondo aspetto che la direttiva omette ancora una volta di chiarire è il criterio in base al quale determinare il luogo di tenuta del conto di pertinenza. Quest'ultimo viene definito dall'art. 2, lett. h) come "il registro o conto – che può essere tenuto dal beneficiario della garanzia – nel quale vengono iscritte le registrazioni con le quali la garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale è fornita al beneficiario della garanzia". Questo tipo di nozione può risultare alquanto fuorviante, dato l'attuale sistema organizzativo interno delle banche o intermediari operanti nel mercato internazionale. Per comprendere lo status quo nel quale si colloca questa previsione può essere utile ricorrere a un esempio. Poniamo che l'intermediario italiano A si rechi presso la filiale italiana della Banca B e con essa concluda un contratto di garanzia finanziaria nel quale A risulta il beneficiario della garanzia annotata nei conti tenuti da B. Quando, in passato, i conti erano tenuti su un supporto cartaceo era forse legittimo presumere che il conto di pertinenza si trovasse in Italia, in quanto direttamente tenuto dalla Banca B. Con la rivoluzione informatica il sistema di tenuta dei conti si è

radicalmente modificato, poiché il conto non è più rappresentato da un libro di carta, ma da un record elettronico inserito nella banca dati della Banca. Stabilire in quale luogo questo record si trovi giuridicamente è un'operazione tutt'altro che semplice, poiché sono astrattamente possibili diversi criteri: quello del luogo di tenuta del centro informatico della Banca, dove vengono detenuti tutti i dati per il funzionamento dell' sistema, quello della sede centrale della Banca, poiché è a questa giuridicamente imputabile la tenuta del conto, quello della sede secondaria della Banca che ha provveduto a immettere nel sistema l'ordine che ha dato luogo all'annotazione nel conto di pertinenza, e infine il luogo indicato nel contratto concluso con la banca che tiene il conto. Tutti questi criteri sono astrattamente praticabili, ma nessuno viene indicato dalla direttiva. In pratica il problema dell'individuazione del locus rei sitae si trasforma, come è stato osservato, nel problema dell'individuazione del luogo di tenuta del conto. Sembra infatti che il legislatore comunitario, in questo certamente influenzato dal dibattito che è alla base della direttiva, si sia soprattutto preoccupato di definire i problemi legati alla chain of intermediation chiarendo che il conto al quale bisogna guardare è quello del relevant intermediary, cioè quello dal cui conto il diritto sullo. strumento finanziario risulta direttamente a favore del beneficiario, mentre i livelli superiori della catena non rilevano. Allo stesso tempo non è stata prestata la dovuta attenzione al problema dell'individuazione del luogo di tenuta del conto da parte del relevant intermediary. Come si dirà, il criterio che sembra più coerente con la natura dei diritti immessi in regime di subdeposito sembra essere quello della scelta delle parti, il che ovviamente pone l'ulteriore problema di stabilire quale criterio si applichi quando le parti nulla abbiano convenuto in proposito.

7

11.2. segue. Le materie soggette al PRIMA. L'art. 9 segue una tecnica legislativa particolare in quanto non si limita a stabilire in modo generico che le questioni sorte in dipendenza di garanzie su strumenti finanziari in forma scritturale sono assoggettate alla legge dello stato in cui si trova il conto di pertinenza, ma al paragrafo secondo indica quali sono le questioni rientranti nell'ambito di applicazione della norma.

Il problema, che tradizionalmente si pone in presenza di un elenco quale quello contenuto nel paragrafo 2, è se le questioni indicate abbiano natura tassativa oppure non. Dato che il paragrafo 1 stabilisce che la regola si applica alle questioni riguardanti uno dei punti indicati nel paragrafo 2 la questione sembra doversi risolvere nel senso della tassatività dell'elenco.

La prima questione di ordine generale è data dalla mancanza di un'espressa deroga al limite dell'ordine pubblico, con la conseguenza che il giudice chiamato ad applicare la legge straniera potrebbe nei fatti non applicarla per contrarietà all'ordine pubblico interno, e in primo luogo all'ordine pubblico economico. Apparentemente questa ipotesi potrebbe risultare vantaggiosa per le regole nazionali dettate in attuazione della direttiva, in quanto il giudice che ha dichiarato la contrarietà all'ordine pubblico delle norme richiamate dall'art. 9, paragrafo 1 dovrebbe applicare le regole nazionali, e tra queste quelle attuative della direttiva. Questa conclusione presuppone, tuttavia, la soluzione del non facile problema se le norme dettate in attuazione della direttiva concorrano all'ordine pubblico interno oppure no, problema esasperato dal fatto che le norme in questione presentano spesso carattere eccezionale rispetto alle regole ordinarie in materia di insolvenza.

Il secondo ordine di problemi riguarda il rapporto tra le questioni elencate e le norme in materia di insolvenza: il paragrafo 2 non contiene infatti alcun riferimento alla sorte delle garanzie nel caso di apertura di una procedura di insolvenza, salvo quanto indicato dalla della lettera d) sulle modalità di realizzo della garanzia, e in modo molto più indiretto dalla lettera c) sulla disciplina dei diritti concorrenti. Questo silenzio può essere variamente interpretato. È possibile ritenere che i rapporti con l'insolvenza rimangano regolati dalla direttiva e dalle norme dettate in attuazione della stessa, laddove si ritenga che detti rapporti non possano essere fatti rientrare nell'elenco del paragrafo 2. Allo stesso tempo è possibile affermare che, soprattutto grazie alla previsione della lettera c), i rapporti delle garanzie con il fallimento rientrino nell'ambito di applicazione dell'art. 9, e pertanto trovi applicazione la legge richiamata. In ogni caso sul problema grava il rischio che il giudice, nell'adottare l'una o l'altra soluzione, possa essere influenzato dalle pressioni che in caso di insolvenza di un intermediario finanziario in genere si creano, il che avrebbe richiesto un maggiore sforzo da parte del legislatore sotto il profilo della completezza.

Collegato al problema in esame è quello della possibilità di ricondurre alla norma in esame la disciplina della compensazione per close – out che come si è detto è strettamente collegata alla determinazione dell'importo dell'obbligazione finanziaria garantita. Il problema sembra dover avere risposta negativa perché le ipotesi del paragrafo 2 non sono né direttamente né indirettamente riferibili al close – out netting. Il che è in grado di produrre conseguenze paradossali: la disciplina del close – out rimarrebbe infatti rimessa alle norme nazionali dettate in attuazione dell'art. 7 della direttiva, mentre gli aspetti più strettamente proprietari sarebbero regolati dalla legge individuata dall'art. 9.

L'ultimo elemento da considerare è rappresentato dalla mancata estensione dell'ambito di applicazione dell'art. 9 alle garanzie finanziarie aventi per oggetto danaro, le quali sono pure considerate come garanzie finanziarie reali ai sensi dell'art. 1, lett. c). La ragione apparente di questa omissione risiede nella diversa natura giuridica del danaro rispetto agli strumenti finanziari, e precisamente nel fatto che la detenzione del danaro in forma scritturale dà luogo a forme di deposito irregolare, di modo che il rapporto con l'intermediario è sempre agevolmente ricostruibile in termini di semplice diritto di credito.

## CAPITOLO VIII

LA DISCIPLINA POSITIVA DEI FINANCIAL COLLATERAL ARRANGEMENTS. IL DECRETO LEGISLATIVO 21 MAGGIO 2004, N. 170.

Sommario: 1. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi; 2. segue. I presupposti oggettivi; 3. La nozione di contratto di garanzia finanziaria; 4. La forma dei contratti di garanzia finanziaria; 5. Le regole sull'escussione della garanzia finanziaria; 6. Il potere di disposizione delle attività finanziarie oggetto del pegno; 7. Il riconoscimento dei contratti di garanzia finanziaria mediante trasferimento del titolo della proprietà; 8. Il riconoscimento del close – out netting; 9.1. Le condizioni di realizzo e i criteri di valutazione; 9.2. Il problema del tipo di sanzione applicabile alla violazione della ragionevolezza commerciale; 10. Gli effetti delle procedure di liquidazione sulle garanzia finanziarie; 11. La legge applicabile alle questioni attinenti i diritti su strumenti finanziari detenuti in forma scritturale; 12. Le abrogazioni e le modifiche.

I. L'ambito di applicazione. I presupposti soggettivi. Anche con riferimento al decreto lgs. 21 maggio 2004, n. 170<sup>144</sup> con cui è stata data attuazione alla direttiva

<sup>144</sup> Sul d. Igs. 21 maggio 2004, n. 170 in generale si vedano gli Atti del Convegno La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria. Impatto sulla contrattualistica e sull'operatività degli intermediari (d. Igs. n. 170 del 21 maggio 2004 G. U. 164 del 15 luglio 2004, Milano 25 – 26 novembre 2004. Per alcuni rilievi sul tema del recepimento in Italia della direttiva 2002/47/CE, F. Annunziata, Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE), in Banca borsa tit. cred., 2003, fasc. 2, I, p. 177; F. CASSANO, I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE. Commento a Dir. CE 2002/47/CE, in Contr., 2003, fasc. 1, p. 85; A. GOGGIOLI, A.; G. RIDI, La legge comunitaria 2002: tutela del consumatore (art. 6), OICVM (art. 22) e contratti di garanzia finanziaria (art. 31). Commento agli artt. 6, 22 e 31 della 1. 3 febbraio 2003, n. 14, in Le nuove leggi civili commentate, 2003, fasc. 3, pp. 493; R. LENER, Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il c.d. prime brookerage), in Banca borsa tit. cred., 2003, fasc. 1, I, p. 22; E. M. MASTROPAOLO, La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria (direttiva 2002/47/CE del 6 Giugno 2002), in Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, 2003, fasc. 5-8, pt. 1, p. 519; P. AMICO; S. GRIVA ZABERT (a cura di), Osservatorio comunitario, in Le Società, 2002, fasc. 8, p. 1051.

2002/47/CE è possibile distinguere tra presupposti soggettivi e oggettivi di applicazione.

In merito ai presupposti soggettivi non sono state apportate modifiche significative a quanto previsto dalla direttiva; in particolare il decreto continua ad esprimersi in modo generico in merito alla possibilità di applicare le proprie disposizioni agli enti pubblici territoriali. Merita invece di essere segnalata la soppressione di una delle categorie di soggetti indicate nel secondo periodo dell'art. 1, paragrafo 2, lett. d). Nel capitolo sulla direttiva si era evidenziata l'imprecisione del linguaggio impiegato, in ragione della quale non risulta chiaro se la lettera d) considera la "persona diversa dalla persona fisica che opera in qualità di fiduciario o rappresentante a nome di una o più persone inclusi i detentori di obbligazioni o altri titoli di credito o gli enti definiti alle lettere da a) a d)" come un'autonoma categoria di soggetti, e allora non appare chiara la collocazione topografica, ovvero se questi soggetti siano da considerare enti analoghi, e allora la previsione non ha senso. Il legislatore italiano, probabilmente in considerazione dell'ambiguità del testo originario, ha preferito riprodurre solo la prima parte della lettera d). Gli effetti pratici dell'esclusione dei fiduciari o rappresentanti dal novero delle possibili parti del contratto potrebbe portare ad una notevole limitazione dell'ambito di applicazione del provvedimento. Paradossali appaiono in particolare le conseguenze nel caso in cui fiducianti o rappresentati siano i soggetti indicati nelle lettere da a) a d) della direttiva, poiché questi soggetti rientrano nell'ambito di applicazione del decreto quando agiscono direttamente, mentre ne sono esclusi quando si servono di un fiduciario o rappresentante.

L'unico correttivo a questa situazione è l'art. 1, comma 1, n. 5) del decreto ma come si è visto questa norma, che riproduce la lettera e) dell'art. 1 della direttiva, esclude dall'ambito di applicazione del provvedimento le operazioni che abbiano per controparte soggetti non residenti nella UE, mentre la lettera d) della direttiva prescinde del tutto da questo requisito.

2. segue. I presupposti oggettivi. A differenza della direttiva, il decreto include l'ambito di applicazione soggettivo nella stessa definizione di contratto di garanzia finanziaria (art. 1, comma 1, lett. d)) mentre dedica una disposizione a parte (art. 2) ai presupposti oggettivi di applicazione.

Questi ultimi consistono essenzialmente nella forma scritta della prova del contratto o della prestazione della garanzia. Fermo restando quanto si è detto nel

commento della direttiva circa la presunta funzione di questo requisiti, appaiono opportune alcune osservazioni specifiche.

Il decreto considera sufficiente ai fini della prova scritta della fornitura la "registrazione degli strumenti finanziari sui conti degli intermediari ai sensi degli articoli 30 e seguenti del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213, e l'annotazione dei contante sul conto di pertinenza". Il criterio indicato non appare preciso poiché l'art. 30 regola al proprio interno non solo i conti dei clienti dell'intermediario (art. 30, comma 3) ai quali la previsione in commento intende fare riferimento ma altresì i conti che gli intermediari accendono presso il gestore del servizio di deposito accentrato (art. 30, comma 2); detta imprecisione viene aggravata dall'apparente distinzione tra i conti di cui all'art. 30 del d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213, nel quale avviene la registrazione degli strumenti finanziari, e il conto di pertinenza nel quale annotare il contante: in realtà il conto a cui fa riferimento la norma è sempre il conto di pertinenza cioè quello dal quale il diritto sugli strumenti finanziari o sul contante risulta intestato direttamente a favore del cliente dell'intermediario.

Quanto all'oggetto della garanzia, il legislatore non si è avvalso della facoltà di cui all'art. 1, paragrafo 4, lett. b) della direttiva e pertanto potranno formare oggetto della garanzia i seguenti strumenti finanziari: a) le azioni proprie del datore della garanzia, b) le partecipazioni in imprese collegate ai sensi della direttiva 83/349/CEE e c) le partecipazioni in imprese il cui unico scopo è la proprietà dei mezzi di produzione essenziali per l'attività d'impresa del datore della garanzia o la proprietà di beni immobili.

3. La nozione di contratto di garanzia finanziaria. Il contratto di garanzia finanziaria viene definito come "il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente per oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie, allorché le parti contraenti rientrino in una delle seguenti categorie..." (art. 1, comma 1, lett. d).

Cade ogni riferimento all'eventuale copertura da parte di un accordo quadro o da condizioni generali che, tuttavia, anche nella direttiva aveva esclusivamente lo scopo di precisare che le disposizioni della direttiva si sarebbero applicate a prescindere dalla presenza o meno di un master agreement. Come si dirà le potenziali conseguenze

negative di questa previsione sono neutralizzate da quanto prevede l'art. 8 in materia di condizioni di realizzo della garanzia finanziaria.

Occorre ora valutare quali sono le possibili implicazioni della nozione di cui all'art. 2. Il dato più importante è rappresentato dal modo in cui la legge italiana definisce i contratti di garanzia mediante trasferimento della proprietà. La direttiva definisce tali i contratti per mezzo dei quali "il datore della garanzia finanziaria trasferisce la piena proprietà della garanzia finanziaria al beneficiario di quest'ultima allo scopo di assicurare l'esecuzione delle obbligazioni finanziarie garantite o di assisterle in altro modo", mentre il decreto parla di contratto "di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia". La differenza non è di poco conto perché la direttiva indica espressamente nella garanzia delle obbligazioni finanziarie lo scopo del contratto mentre nella definizione del decreto questo elemento viene meno. Occorre considerare, tuttavia, che la nozione di obbligazione finanziaria garantita di cui all'art. 2, paragrafo 1, lett. f) della direttiva è talmente generica (la lettera (f)(i) parla di "obbligazioni presenti o future, effettive o condizionate o potenziali") da escludere l'esistenza di una relazione necessaria tra i contratti di garanzia finanziaria e determinate tipologie di contratti finanziari.

L'altro elemento di diversità rispetto al testo della direttiva è l'inclusione della cessione del credito fra i possibili contratti di garanzia finanziaria: nei contratti indicati nell'art. 1, paragrafo 1, lett. a) – c) della direttiva la garanzia finanziari deve essere costituita da contante o strumenti finanziari, giusta il disposto dell'art. 1, paragrafo 4 mentre non è presente alcun riferimento ai crediti come possibile oggetto della garanzia finanziaria.

4. La forma dei contratti di garanzia finanziaria. L'art. 3 stabilisce che l'attribuzione dei diritti previsti dal decreto e la loro opponibilità ai terzi "non richiedono requisiti ulteriori rispetto a quelli indicati nell'art. 2, anche se previsti da vigenti disposizioni di legge".

La norma ha anche l'effetto di chiarire l'ambiguità di fondo dell'art. 3 della direttiva. Quest'ultimo infatti contiene due norme: con la prima i legislatori nazionali vengono invitati a eliminare le formalità necessarie per la costituzione, la validità etc. dei contratti di garanzia finanziaria e degli atti di costituzione della garanzia, mentre con la seconda la norma fa salvo il presupposto formale per l'applicazione della direttiva, cioè la possibilità della prova scritta. La prima regola richiede quindi un intervento molto importante sul diritto nazionale, cioè la soppressione delle regole che nel diritto

comune disciplinano la costituzione delle garanzie. Molto più semplicemente la legge italiana prevede che il riconoscimento dei diritti previsti dal decreto e l'opponibilità ai terzi della garanzia richiede il rispetto dei requisiti di forma di cui all'art. 2. La soluzione scelta appare condivisibile sul piano tecnico (altro discorso riguarda il merito delle scelte del legislatore comunitario e nazionale, di cui si dirà infra) in quanto da un lato soddisfa l'esigenza di maggiore libertà formale che è alla base dell'art. 3 della direttiva senza stravolgere il sistema di diritto comune delle garanzie reali. La direttiva regola infatti i requisiti formali dei contratti di garanzia finanziaria con una disposizione del tutto avulsa dall'ambito di applicazione della direttiva, come è reso evidente dalla necessità di precisare all'art. 3(2) che l'applicazione della direttiva richiede comunque la prova scritta del contratto: in sostanza l'art. 3(1), interpretato letteralmente, richiede ai legislatori nazionali di sopprimere i requisiti formali di diritto comune, ad esempio stabilendo che ai fini della costituzione di un pegno di titoli di credito dematerializzati non è necessaria l'iscrizione nei conti previsti dall'art. 34 del d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213.

5. Le regole sull'escussione della garanzia finanziaria. L'art. 4 del decreto recepisce l'art. 4 della direttiva con alcune significative differenze! Innanzitutto è diverso l'ambito di applicazione: l'art. 4 della direttiva si applica al realizzo della garanzia finanziaria che forma oggetto di contratti di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale, mentre l'art. 4 del decreto trova applicazione nel solo caso di realizzazione di garanzie reali che abbiano la forma del pegno. I problemi posti da questa differenza sono particolarmente gravi, soprattutto perché coinvolgono il significato che deve essere attribuito alla nozione di contratto di garanzia finanziarie con costituzione di garanzia reale. In primo luogo è possibile ritenere che la direttiva con la definizione di cui all'art. 2(1)(c) abbia inteso semplicemente indicare i diversi tipi di garanzia reale mobiliare riconosciute negli stati membri, lasciando ai singoli stati il compito di specificare la garanzia "nazionale" a cui applicare la direttiva, come ha poi fatto il legislatore italiano. È possibile, tuttavia, che la direttiva abbia usato questa ampia definizione per richiedere agli stati il riconoscimento delle garanzie reali mobiliari impiegate dalle parti a prescindere dall'appartenenza di tali garanzie a un tipo riconosciuto dallo stato membro. Questa seconda interpretazione sposta la collocazione sistematica dell'art. 4 sul piano, completamente diverso dal primo, delle norme di diritto internazionale privato.

Anche intesa nel primo senso la norma deroga in modo significativo all'attuale disciplina del pegno poiché essa riconosce pienamente la libertà negoziale delle parti in merito ai modi di liquidazione del pegno e di utilizzo del ricavato per il soddisfacimento del credito garantito, in deroga a quanto previsto dagli artt. 2795 ss. del codice civile.

Gli unici obblighi imposti al creditore pignoratizio, cioè l'obbligo di informare "immediatamente per iscritto il datore della garanzia stessa o, se del caso, gli organi della procedura di risanamento o di liquidazione in merito alle modalità di escussione adottate e all'importo ricavato" e quello di contestuale restituzione dell'eccedenza, sono conformi a quanto richiesto dall'art. 4(4) della direttiva.

L'art. 4 del decreto non riproduce l'art. 4(6) della direttiva che imponeva alle parti il rispetto del criterio della ragionevolezza commerciale in relazione alle modalità di realizzo e di valutazione della garanzia finanziaria, nonché nel calcolo delle obbligazioni finanziarie garantite. Questa regola è confluita nell'art. 8 del decreto.

6. Il potere di disposizione delle attività finanziarie oggetto del pegno. Alcune diversità sostanziali si risconirano anche nell'art. 5 del decreto, che recepisce le norme sull'utilizzo della garanzia finanziaria che forma oggetto del contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale.

In primo luogo la norma trova applicazione solo nel caso in cui la garanzia reale abbia la forma del pegno, e ciò appare coerente con la scelta di interpretare nel modo più restrittivo la nozione di contratto di garanzia finanziaria con costitutizione di garanzia reale. Il decreto è inoltre molto esplicito nel definire l'oggetto del diritto di utilizzazione. Infatti l'art. 5, comma 1 prevede che il creditore pignoratizio "può disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie che formano oggetto del pegno".

La differenza più importante rispetto al testo della direttiva è rappresentato dal mancato recepimento del secondo comma dell'art. 5(2). Questa regola prevede che nel caso in cui il creditore abbia esercitato il diritto di utilizzazione alla data fissata per l'adempimento sono a sua disposizione varie scelte: a) restituire garanzia finanziaria equivalente ovvero, se il contratto lo prevede b) compensare la garanzia finanziaria con l'obbligazione finanziaria garantita, c) utilizzare la garanzia finanziaria per estinguere l'obbligazione finanziaria garantita. A questo riguardo occorre considerare, tuttavia, che le facoltà indicate nell'art. 5(2) sono le stesse indicate nell'art. 4(1) della direttiva e pertanto va condivisa la scelta del legislatore italiano.

7. Il riconoscimento dei contratti di garanzia finanziaria mediante trasferimento del titolo della proprietà L'art. 6 del decreto dispone che i contratti di garanzia finanziaria mediante trasferimento della proprietà "compresi i contratti di pronti contro termine hanno effetto in conformità ai termini in essi stabiliti, indipendentemente dalla loro qualificazione". La regola contiene un'importante precisazione rispetto a quanto disposto dall'art. 6 della direttiva, e cioè che la regola vale a prescindere dalla qualificazione attribuita al contratto. In questo modo il legislatore italiano ha voluto evitare che attraverso la riqualificazione dell'accordo quale garanzia reale tipica potesse porsi il problema della disciplina applicabile.

Il comma 2 dell'art. 6 chiarisce che ai contratti in questione non si applica l'art. 2744 del codice civile, allo scopo precludere ogni possibile discussione in merito all'eventuale applicazione di questa norma, data la generalità della previsione la quale si applica alle *outright transfers* senza alcuna distinzione.

L'ultimo comma dell'art. 6 estende alle *outright transfers* quanto previsto dall'art. 5, commi da 2 a 4, questo rinvio richiede alcune considerazioni.

In primo luogo va osservato che l'applicazione dell'art. 5, comma 2 ai contratti in questione assume un significato diverso rispetto all'applicazione della norma alle garanzie reali. Riguardo a queste ultime, lo scopo della norma è quello di stabilire che il diritto di utilizzo della garanzia finanziaria, e in particolare la facoltà di restituire garanzia equivalente, non alterano la natura della garanzia reale anche se la facoltà rappresenta una importante deroga ai principi in materia di garanzie reali mobiliari, o quanto meno alla disciplina di queste all'interno del diritto comune. In sostanza, e volendo esemplificare, la norma dice che la previsione del diritto di utilizzo legittima il creditore pignoratizio a restituire il titolo B, anziché il titolo A che formava oggetto del contratto di pegno, senza che vengano in alcun modo alterati la natura e gli effetti della garanzia. Nel caso delle outright transfers la previsione del diritto di utilizzazione rientra invece nell'autonomia negoziale. Ad esempio nel caso del repo le parti sono perfettamente libere di prevedere che il creditore retroceda al debitore titoli diversi da quelli acquistati in funzione di garanzia. La norma potrebbe quindi risultare restrittiva di detta autonomia, poiché impone alle parti la previsione dell'obbligo di restituzione di garanzia equivalente, non previsto dalla direttiva con riferimento alle outright transfers. Data la disapplicazione dell'art. 2744 del codice civile, l'obbligo risulta funzionale allo scopo di impedire l'impiege abusivo del contratto di garanzia, cioè a impedire che il

diritto di utilizzazione venga usato per realizzare le finalità che sono vietate dall'art. 2744.

Il rinvio all'art. 5, comma 3 si presta a considerazioni analoghe. La norma, se riferita al pegno, serve a stabilire che quando l'oggetto originario del pegno viene sostituito questa sostituzione non modifica il termine a partire dal quale la garanzia si considera costituita, perché non con la sostituzione non c'è costituzione di una nuova garanzia, il che come si è detto rappresenta il tratto saliente del dibattito in tema di garanzie rotative.

Il significato appare molto meno chiaro se riferito alle outright transfers. A questo riguardo occorre infatti distinguere le modalità di costituzione della garanzia nelle diverse ipotesi del pegno e dell'outright transfer, ad esempio un repo. Nel primo caso la garanzia è attuata, in regime di dematerializzazione (art. 34, d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213), mediante registrazione in un apposito conto e pertanto la previsione del diritto di utilizzo comporta l'attribuzione al beneficiario della garanzia del diritto di movimentare detto conto, con la conseguenza che la ricostituzione della garanzia equivalente assume un preciso significato quale obbligo di versare su detto conto strumenti finanziari equivalenti a quelli originari. Nel caso delle garanzie mediante trasferimento della proprietà gli strumenti finanziari originari vengono venduti al beneficiario, e pertanto non confluiscono in alcun conto ad hoc: della funzione di garanzia dell'operazione rimane esclusivamente un'evidenza contabile interna al beneficiario. L'utilizzo degli strumenti finanziari alienati dal datore della garanzia è quindi un atto di disposizione di beni propri del beneficiario, e l'unico obbligo di quest'ultimo è quello di vendere strumenti finanziari equivalenti nei casi previsti dal contratto. Il rinvio all'art. 5, comma 3 appare pertanto inutile se riferito ai problemi che si pongono per il pegno.

È invece possibile valorizzare il rinvio su un diverso piano, cioè quello delle possibili contestazioni derivanti dalla previsione della facoltà di restituire garanzia equivalente. Data l'eccezionalità della regola, la giurisprudenza potrebbe tentare di restringere l'ambito di applicazione dell'art. 6 sostenendo che la regola si applica solo alle outright transfers nelle quali gli strumenti finanziari restituiti sono gli stessi ricevuti. Il rinvio esclude in radice questo genere di contestazioni.

Il rinvio all'art. 5, comma 4 riproduce la previsione dell'art. 6(2) della direttiva.

<sup>8.</sup> Il riconoscimento del close – out netting. L'art. 7 del decreto stabilisce che la "clausola di close – out netting è valida ed ha effetto in conformità a quanto dalla

stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti". Le differenze rispetto all'art. 7 della direttiva sono numerose.

La direttiva prevede che la clausola di close – out netting è valida in conformità a quanto previsto dalle parti nel caso di procedure di insolvenza o risanamento nei confronti "del datore della garanzia e/o del beneficiario della garanzia", mentre nel decreto viene regolato il caso di assoggettamento a procedure di insolvenza o risanamento di una delle parti. Sul piano letterale potrebbe quindi essere giustificata l'interpretazione restrittiva, avallata dalla natura eccezionale delle regole in questione. La diretta conseguenza di un'interpretazione simile appaiono tuttavia ingiustificate sul piano sostanziale, perché si finirebbe con il trattare in modo diverso la stessa situazione.

Il decreto omette di riprodurre la lettera b) dell'art. 7(1) della direttiva la quale precisa che il riconoscimento del close – out netting opera "nonostante qualunque presunta cessione, sequestro conservativo giudiziario e/o di altro tipo o altra alienazione dei predetti diritti o concernente i predetti diritti". Occorre tuttavia considerare che il testo dell'art. 7 del decreto è talmente ampio da comprendere entrambe le ipotesi a cui fanno riferimento le lettere a) e b) dell'art. 7(1) della direttiva.

Nella stessa ottica si spiega la mancata riproduzione dell'art. 7(2) della direttiva in quanto il pieno riconoscimento dell'autonomia contrattuale vale a escludere che il riconoscimento del close – out netting possa essere assoggettato al rispetto di requisiti procedurali o formali imposti dalla legge.

Il recepimento della filosofia di fondo della direttiva pone problemi di merito analoghi a quelli segnalati con riferimento a quest'ultima. Al riguardo occorre distinguere tra la fase che precede l'apertura della procedura di insolvenza o di risanamento e quella successiva. Nella fase che precede l'apertura della procedura di insolvenza e di risanamento, l'art. 7(2) della direttiva (e l'art. 7 del decreto, nell'interpretazione di cui sopra) appare pienamente giustificato, poiché esonera le parti dal rispetto delle formalità procedurali che i singoli ordinamenti potrebbero richiedere ai fini dell'escussione di una garanzia finanziaria: il mancato rispetto di questi obblighi potrebbe dare luogo a controversie circa la validità del close – out netting già effettuato anche a distanza di tempo con conseguenti problemi di certezza legale e, quindi, di rischio sistemico. Meno comprensibili sono le ragioni che giustificano l'applicazione della norma dopo l'apertura della procedura concorsuale, poiché così come formulata la norma attribuisce alle parti il diritto di procedere al close – out netting al di fuori di ogni controllo giudiziario. L'unico limite a questo diritto sembra essere rappresentato dalle

norme in materia di procedure concorsuali, sulle quali si rinvia al successivo paragrafo 10.

9.1. Le condizioni di realizzo e i criteri di valutazione. Uno degli aspetti di più difficile ricostruzione nella direttiva è il significato da attribuire alla c.d. ragionevolezza commerciale, la quale rappresenta l'unico reale presidio verso l'uso arbitrario dei privilegi riconosciuti alle parti di un contratto di garanzia finanziaria. La legge italiana cerca di porre rimedio all'indeterminatezza del criterio, ma allo stesso tempo introduce una disciplina delle modalità con cui è possibile fare valere l'irragionevolezza che, oltre a non essere prevista dalla direttiva, ne circoscrive la portata. In primo luogo l'art. 8, comma 1 stabilisce che a) le condizioni di realizzo delle attività finanziarie, b) i criteri di valutazione delle stesse, nonché c) i criteri di valutazione delle obbligazioni finanziarie garantite debbono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale, e che tale ragionevolezza si presume quando le clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo o i criteri di valutazione sono "conformi agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d'Italia, d'intesa con la CONSOB, in relazione alle clausole di garanzia elaborate nell'ambito della prassi internazionale". Quest'ultima presunzione, che ripristina il collegamento tra le disposizioni in materia di garanzie finanziarie e i master agreements che di regola contengono le clausole di garanzia, risponde a diverse funzioni. In primo luogo, pone le basi di una forte spinta verso l'uniformità contrattuale, in questo modo assecondando una tendenza già in atto nella pratica. In secondo luogo garantisce che le clausole in questione siano il frutto di un dibattito in seno alle associazione di categoria nelle quali, di regola, sono rappresentate anche le banche centrali e nelle quali è pertanto possibile l'esercizio di una forma di controllo, se non altro in termini di moral suasion.

L'aspetto più complesso, e discutibile, dell'art. 8 è rappresentato dalle norme che regolano i modi in cui è possibile fare valere la violazione del criterio della ragionevolezza commerciale.

L'art. 8, comma 2 stabilisce infatti che la violazione della ragionevolezza commerciale delle sole condizioni di realizzo delle attività finanziarie, può essere fatta valere entro tre mesi dalla comunicazione di cui all'art. 4, comma 2 – cioè l'informazione sulle modalità di escussione, sul ricavato e sull'eventuale eccedenza che il creditore pignoratizio è tenuto a fornire al datore della garanzie e agli organi della procedura di risanamento o liquidazione – qualora le condizioni di realizzo non siano state concordate dalle parti, al fine di rideterminare quanto dovuto ai sensi dell'art. 4.

L'aspetto più complesso della previsione è rappresentato dal rapporto con quanto disposto dal primo comma. In primo luogo va rilevato che la norma sanziona esclusivamente la violazione della ragionevolezza commerciale da parte delle condizioni di realizzo della garanzia finanziaria, mentre non si fa alcun riferimento alla ragionevolezza dei criteri di valutazione delle attività finanziarie e delle obbligazioni finanziarie garantite. La norma si colloca quindi su un piano diverso rispetto a quello del comma 1, limitandosi a sanzionare l'irragionevolezza commerciale delle modalità concrete di escussione della garanzia da parte del creditore pignoratizio, a prescindere da ogni valutazione in merito alla ragionevolezza commerciale delle condizioni di realizzo in astratto previste dal contratto. Per comprendere questa distinzione è utile ricordare che l'art. 4, comma 1, riconosce al creditore il diritto di escutere la garanzia finanziaria nelle forme della vendita e dell'appropriazione. Poiché in concreto le due modalità potrebbero non essere perfettamente equivalenti (ad esempio che la vendita possa rivelarsi meno conveniente dell'appropriazione), l'art. 8, comma 2 riconosce al datore della garanzia il diritto di contestare la ragionevolezza commerciale della scelta compiuta dal creditore pignoratizio.

L'accordo delle parti in ordine alle condizioni di realizzo della garanzia preclude ogni azione volta a contestare la ragionevolezza commerciale di queste. In sostanza viene attribuito alle parti un potere di sanatoria dell'irragionevolezza che non corrisponde ad alcuna norma della direttiva. Come si è detto la ragionevolezza commerciale rappresenta il limite oggettivo a cui la direttiva subordina la volontà delle parti allo scopo di evitare il pregiudizio a soggetti terzi rispetto all'accordo, in particolare ai creditori del datore della garanzia. Questo dato induce a interpretare in modo restrittivo l'ambito di soggettivo di applicazione dell'art. 8, comma 2, limitandolo ai soli soggetti indicati nell'art. 4, comma 2. A favore di questa interpretazione depone anche il fatto che il termine di tre mesi decorre dalla comunicazione di cui all'art. 4, comma 2 di cui possono essere a conoscenza esclusivamente i destinatari della comunicazione stessa.

La complessità del sistema delle impugnazioni è ulteriormente accresciuta da quanto disposto dall'art. 8, comma 3, e cioè che gli "organi della procedura di liquidazione, entro sei mesi dall'apertura della procedura stessa, possono fare valere, agli stessi fini indicati nel comma 2, anche la violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale, nella determinazione tra le parti delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie, nonché dei criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite, qualora la determinazione sia intervenuta entro l'anno che precede l'apertura della procedura di liquidazione stessa".

Il passaggio fondamentale nell'interpretazione della norma è costituito dal significato da attribuire alla determinazione tra le parti in merito alle condizioni di realizzo, ai criteri di valutazione delle garanzie e delle obbligazioni finanziarie garantite. Al riguardo non sembra possibile una distinzione analoga a quella operata con riferimento al secondo comma, e pertanto il comma 3 va riferito alle clausole contrattuali con cui le parti regolano le materie sopra indicate. Ne consegue che l'effetto concreto della norma è quello di limitare nel tempo il potere degli organi della procedura di impugnare le determinazioni delle parti per violazione della ragionevolezza commerciale. Infatti in base alla presente disposizione gli organi della procedura non solo non potranno impugnare le determinazioni delle parti compiute prima dell'anno che precede la data di apertura della procedura, ma decadranno anche dal diritto di impugnare quelle compiute nell'anno anteriore quando l'azione verrà intrapresa dopo la scadenza del termine di sei mesi.

L'imposizione di questi limiti richiede una più approfondita valutazione del criterio della ragionevolezza commerciale, allo scopo di stabilire se la regola del comma 1 abbia una propria autonomia, e pertanto i commi 2 e 3 regolino ipotesi speciali, ovvero se i commi 2 e 3 rappresentino gli unici casi in cui l'irragionevolezza commerciale può essere fatta valere. Quella regolata nel comma 3 rappresenta, con tutta probabilità, l'ipotesi in cui più di frequente potrà porsi il problema della ragionevolezza commerciale degli accordi sulle modalità di realizzo o valutazione, e pertanto l'effetto concreto del comma 3 è quello di circoscrivere l'ambito di applicazione del criterio. Va però considerato che anche al di fuori dell'insolvenza può porsi il problema dell'irragionevolezza commerciale e che l'art. 8, comma 1 è formulato in termini di regola generale. È quindi legittimo concludere che l'art. 8, comma 1 potrà trovare applicazione al di fuori delle ipotesi, e dei limiti, dei commi 2 e 3.

9.2. Il problema del tipo di sanzione applicabile alla violazione della ragionevolezza commerciale. Il decreto non indica il tipo di sanzione civilistica applicabile alla violazione dell'obbligo della ragionevolezza commerciale, limitandosi a prevedere un generico potere di impugnativa nei casi regolati nei commi 2 e 3.

Il problema di individuare la natura di tale sanzione si pone non solo nel caso in cui si ritenga che l'art. 8, comma la abbia portata generale, ma anche con riferimento alle ipotesi regolate nei commi 2 e 3, perché la disciplina della difformità rispetto all'obbligo di ragionevolezza non può considerarsi esaurita, per le ragioni di cui si dirà, dalla previsione del diritto di impugnativa e da nuovi calcoli.

Ragionando in base ai principi del nostro ordinamento la conclusione più semplice è quella di considerare l'obbligo della ragionevolezza come norma imperativa e pertanto ritenere che le clausole difformi siano nulle. In particolare, troverebbe applicazione l'art. 1419, comma 2, del codice civile in materia di sostituzione automatica della clausola nulla con quella conforme alla legge: una simile conclusione trova conferma nell'obbligo, previsto dai commi 2 e 3, delle parti di procedere nuovamente al calcolo delle rispettive posizioni. La ricostruzione in termini di nullità è però in contrasto con il dato del breve termine entro il quale è possibile l'impugnazione.

La difficoltà di ricondurre la contrarietà alla ragionevolezza commerciale alla categoria generale della nullità si inserisce all'interno del più generale problema delle nuove forme di invalidità cioè del proliferare non solo nella legislazione speciale di tipi di invalidità, che talvolta la legge qualifica espressamente come nullità o annullabilità, non riconducibili alle categorie tradizionali a causa si profili di disciplina non coerenti con quelli del tipo di appartenenza. Sintomatico al riguardo è il caso delle nullità relative, cioè tutte quelle ipotesi in cui la legittimazione a fare valere l'invalidità spetta soltanto a soggetti specificamente indicati, in aperto contrasto con la possibilità per qualunque interessato di fare valere la nullità secondo la previsione dell'art. 1421.

Lo qualificazione delle conseguenze dell'invalidità ha come fine pratico l'integrazione della disciplina, è dunque necessario stabilire se la disciplina speciale della violazione dell'obbligo della correttezza commerciale abbia bisogno o meno di questa integrazione.

Anche a questo proposito si pone il problema di stabilire se le fattispecie regolate nei commi 2 e 3 dell'art. 8 esauriscano o meno le possibilità di impugnativa. Se si opta per l'esaustività, la disciplina dei commi 2 e 3 è compiuta sia perché vengono regolate le modalità dell'impugnazione sia perché, soprattutto ne vengono disciplinati gli effetti.

La soluzione restrittiva non può essere tuttavia accettata, per il suo contrasto con al funzione stessa dell'introduzione del criterio della ragionevolezza commerciale. Anche nei rapporti tra le parti la regola del comma 2 si rivela insoddisfacente, essendo il suo ambito di applicazione limitato alla sola irragionevolezza delle condizioni di realizzo della garanzia. Il problema che si pone è, una volta accettata questa soluzione, stabilire quale sia la disciplina applicabile nel caso di clausole contrarie alla ragionevolezza commerciale. Data la formulazione dell'art. 8, comma 1 è possibile ritenere che il contrasto con la norma in esso contenuto comporti la nullità della relativa clausola con conseguente applicazione dell'art. 1419 c.c..

10. Gli effetti delle procedure di liquidazione sulle garanzia finanziarie. La lettura dell'art. 9 del decreto, che recepisce l'art. 8 della direttiva sugli effetti delle procedure di risanamento e di liquidazione sulle garanzia finanziarie, si rivela particolarmente complessa per una serie di ragioni: non sempre sono chiari i margini di autonomia che la direttiva concede ai legislatori nazionali; il recepimento delle norma contenute nell'art. 8 della direttiva richiede il coordinamento con le disposizioni nazionali in tema di effetti delle procedure concorsuali sugli atti pregiudizievoli per i creditori; il legislatore italiano ha completamente riformulato la norma, procedendo ad accorpamenti tra i diversi paragrafi dell'art. 8 della direttiva.

L'art. 9, comma 1, prevede che la "garanzia finanziaria prestata anche in conformità ad una clausola di integrazione o di sostituzione, ed il contratto relativo alla garanzia stessa non possono essere dichiarati inefficaci nei confronti dei creditori soltanto in base al fatto che la prestazione della garanzia finanziaria o il sorgere dell'obbligazione finanziaria garantita siano avvenuti: a) il giorno di apertura della procedura e prima del momento di apertura di detta procedura; b) il giorno di apertura della procedura medesima e dopo il momento di apertura di detta procedura, qualora il beneficiario della garanzia possa dimostrare di non essere stato, né di aver potuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura".

Come è agevole constatare la norma accorpa al proprio interno l'art. 8(1)(a), l'art. 8(2) e parte dell'art. 8(3)(i) della direttiva.

Il primo dato su cui soffermarsi è il mancato recepimento dell'art. 8(1)(b) della direttiva, che richiede agli stati membri di non prevedere che il contratto di garanzia finanziaria o la fornitura della garanzia finanziaria possano essere dichiarati invalidi o inefficaci soltanto in base al fatto di essere stati posti in essere "nel corso di un determinato periodo antecedente all'avvio di tali procedure o provvedimenti". Ne deriva che per gli atti posti in essere nel periodo sospetto valgono le regole ordinarie previste dalla legge fallimentare. Al riguardo va osservato che la scelta del legislatore italiano appare pienamente giustificata. In primo luogo perché la direttiva prevede che la dichiarazione di invalidità o inefficacia non possa fondarsi soltanto sul fatto del compimento dell'atto nel periodo sospetto mentre le disposizioni della legge fallimentare italiana, e in particolare l'art. 67 l. fall., ammettono le controparti dell'insolvente a provare l'ignoranza dello stato di insolvenza. In secondo luogo perché l'art. 8(4) della direttiva fa comunque salve le disposizioni delle legislazioni nazionali "in relazione all'invalidità delle operazioni concluse nel periodo previsto di cui al paragrafo 1, lettera b), e al paragrafo 3, punto i)."

Il secondo aspetto da considerare è l'incorporazione di una parte dell'art. 8(3)(i) della direttiva, e la sostanziale modifica della disciplina applicabile alle garanzie integrative e sostitutive. Quest'ultima norma prevede, in estrema sintesi, che le garanzie finanziarie fornite a titolo di sostituzione o integrazione non possono essere considerate invalide o inefficaci per il semplice fatto di essere state prestate: a) nel giorno di apertura della procedura ma anteriormente al provvedimento di apertura, e b) in un determinato periodo di tempo anteriore al provvedimento di apertura. L'art. 9, comma 1 del decreto prevede invece che queste garanzie non possono essere dichiarate inefficaci per il fatto di essere state fornite: a) nel giorno di apertura della procedura ma anteriormente al provvedimento di apertura, b) nel giorno di apertura della procedura medesima e dopo il momento di apertura di detta procedura, qualora il beneficiario della garanzia possa dimostrare di non essere stato, né di aver potuto essere a conoscenza dell'apertura della procedura. In pratica è stata introdotta un'ipotesi di salvezza delle garanzie integrative non prevista dalla direttiva, mentre è stata soppressa l'ipotesi relativa al compimento dell'atto nel periodo sospetto. Mentre quest'ultima previsione appare il frutto di una libera scelta del legislatore italiano, la mancata previsione della clausola di salvaguardia per le garanzie poste in essere nel periodo sospetto si giustifica alla luce delle considerazioni già svolte sulla base dell'inciso "unicamente in base ai seguenti presupposti" e alla previsione dell'art. 8(4) della direttiva.

-1<sub>0</sub>

L'art. 9, comma 2 si propone di disciplinare il rapporto tra le garanzie finanziarie e gli art. 66 e 67 l. fall.. La lettera a) si limita ad equiparare le *outright transfers* al pegno ai fini dell'applicazione di queste disposizioni, in questo modo chiarendo quale, tra le ipotesi regolate nell'art. 67 l. fall., trova applicazione.

Le lettere b) e c) prevedono che le garanzie sostitutive e quelle integrative (salvo, per queste ultime, il caso in cui l'integrazione sia dovuta per ragioni diverse da una variazione dei prezzi di mercato del sottostante) si considerano prestate al momento della prestazione della garanzia originaria. Questa previsione sembra da mettere in relazione all'art. 8(3)(ii), il quale prevede che l'inefficacia della garanzia integrativa o sostitutiva non può basarsi sul semplice fatto della prestazione della garanzia in un momento successivo al sorgere dell'obbligazione finanziaria garantita.

Completamente nuovo è il disposto dell'art. 9, comma 3. La ragione della norma è quella di prevenire l'applicazione dell'art. 203 del T.U.F., e di conseguenza dell'art. 76 l. fall., ai contratti di garanzia finanziaria. Queste disposizioni contengono infatti una disciplina degli effetti dell'insolvenza sui contratti di garanzia finanziaria che differisce da quella contenuta nel decreto.

11. La legge applicabile alle questioni attinenti i diritti su strumenti finanziari detenuti in forma scritturale. La disciplina dell'art. 10 del decreto relativa alla legge regolante i diritti su strumenti finanziari in forma scritturale differisce dalla corrispondente norma della direttiva, contenuta nell'art. 9. Il primo comma prevede che "[q]uando i diritti, che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari, risultino da registrazioni o annotazioni in un libro contabile, conto o sistema di gestione o di deposito accentrato, le modalità di trasferimento di tali diritti, nonché di costituzione e di realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi, sono disciplinati esclusivamente dalla legge dell'ordinamento dello Stato in cui è situato il libro contabile, il conto o il sistema di gestione o di deposito accentrato in cui vengono effettuate le registrazioni o annotazioni direttamente a favore del titolare del diritto, con esclusione del rinvio alla legge di un altro Stato". Il secondo comma precisa che i patti in deroga a questa disposizione sono nulli.

La prima, fondamentale, differenza è rappresentata dal diverso ambito di applicazione della regola contenuta nel decreto rispetto a quella della direttiva. Mentre quest'ultima riguarda esclusivamente le questioni relative ad una garanzia su strumenti finanziari in forma scritturale, la regola del decreto si applica anche alle modalità di trasferimento dei diritti che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari, oltre che alle modalità di costituzione e di realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi. Il principale problema posto dalla norma è quello di stabilire se con l'espressione "diritti, che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari" il legislatore abbia inteso indicare i diritti di garanzia ovvero altre posizioni giuridiche soggettive aventi per oggetto o relative a strumenti finanziari in forma scritturale. Dato il tenore letterale della norma, la quale distingue nettamente il trasferimento dei diritti da un lato e la costituzione e la realizzazione delle garanzie su tali diritti dall'altro, è naturale concludere che con l'espressione "diritti, che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari" la legge ha inteso indicare la titolarità degli strumenti finanziari in forma scritturale. Di conseguenza la legge italiana disciplina una materia, quella della legge applicabile al trasferimento dei diritti su strumenti finanziari in forma scritturale, non regolata dalla direttiva. Una possibile giustificazione della differenza potrebbe essere individuata nella volontà del legislatore italiano di recepire quanto previsto dall'art. 2 della Hague Convention, che nelle lettere a) - c) del paragrafo 1 indica la disposition, cioè il trasferimento della piena proprietà o la costituzione di garanzie su strumenti finanziari, tra le materie soggette alle norme di diritto internazionale privato contenute nella Convenzione. Ammesso che la volontà alla base dell'art. 10 del decreto sia questa, rimane da spiegare il motivo per il quale il legislatore abbia omesso di richiamare le norme di diritto internazionale privato contenute nella Convenzione le quali, pur essendo fondate sul *PRIMA* e pur essendo a loro volta non esenti da critiche, apportano a quest'ultimo le modifiche e le integrazioni necessarie a superarne i limiti e i problemi. Al contrario così come formulato l'art. 10 del decreto finisce per estendere i problemi e i limiti del *PRIMA* nella versione adottata dalla direttiva a una nuova questione, quella delle modalità di trasferimento dei diritti, che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari.

Anche sul piano del recepimento delle regole della direttiva l'art. 10 del decreto presenta non pochi problemi. Concentrando l'attenzione sulle questioni relative alle garanzie finanziarie, l'art. 10 del decreto si limita a indicare le modalità di costituzione e di realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sui diritti che hanno ad oggetto o sono relativi a strumenti finanziari, mentre l'art. 9, paragrafo 2 della direttiva contiene un elenco di materie che vanno dal problema della natura giuridica delle garanzie fino alle questioni relative al rapporto tra la garanzia e il close – out netting. Anche in questo caso l'indagine sulle possibili motivazioni del legislatore conduce a risultati deludenti. Una prima spiegazione potrebbe essere cercata nella volontà di semplificare l'elenco dell'art. 9, paragrafo 2 della direttiva con un'espressione riassuntiva. Tuttavia, se la ragione è stata questa, non sembra che l'operazione sia pienamente riuscita. Le modalità di costituzione e di realizzazione delle garanzie corrispondono infatti alle ipotesi regolate nelle lettere b) e d) dell'art. 9, paragrafo 2 della direttiva, ma non possono essere estese alle ipotesi di cui alle lettere a) e c). Le lettera a) contempla le questioni relative alla natura giudica e agli effetti patrimoniali della garanzia. Il riferimento alla natura giuridica della garanzia si inserisce all'interno di un contesto tipicamente internazionalprivatistico rappresentato dal problema delle qualificazioni, cioè dalla identificazione della legge in base alla quale il giudice deve compiere la qualificazione della fattispecie al fine di individuare quale norma di diritto internazionale privato possa trovare applicazione, e pertanto non può essere fatto rientrare nelle materie della costituzione e del realizzo della garanzia. Anche la materia degli effetti patrimoniali della garanzia, così come quella delle priorità, di cui alla lettera c), non può essere ricondotta alla previsione dell'art. 10 del decreto poiché le materie della costituzione e del realizzo della garanzia attengono a profili tipicamente formali e procedurali.

Con il comma 3 dell'art. 10, vengono opportunamente individuate le regole applicabili alle materie indicate nel primo comma nel caso in cui il conto di pertinenza si trovi in Italia. Dispone infatti l'art. 10, comma 3 del decreto che quando "il libro contabile, il conto o il sistema di gestione o deposito accentrato sia situato in Italia e gli

strumenti finanziari non siano immessi in un sistema italiano in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 28 del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213, le modalità di trasferimento dei diritti, nonché di costituzione e realizzazione delle garanzie e degli altri vincoli sugli stessi sono regolate dalle disposizioni del titolo V del medesimo decreto legislativo, in quanto applicabili".

L'unico aspetto su cui appare necessario soffermarsi è rappresentato dalla condizione che "gli strumenti finanziari non siano immessi in un sistema italiano in regime di dematerializzazione ai sensi dell'art. 28 del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213". La spiegazione più semplice è che in questo modo si sia inteso precisare che le norme del titolo V dei d. Igs. 24 giugno 1998, n. 213 si applicano anche se gli strumenti finanziari sono immessi in regime di deposito accentrato presso un CSD straniero. Questa spiegazione della norma appare la più convincente anche se sul piano letterale la legge sembrerebbe indicare che l'applicazione delle norme del titolo V del d. Igs. 24 giugno 1998, n. 213 richiede la presenza di due condizioni: la collocazione in Italia del conto di pertinenza e la non immissione degli strumenti finanziari in un CSD italiano. Questa interpretazione avrebbe l'assurda conseguenza di rendere dubbia l'applicazione delle norme del titolo V d. Igs. 24 giugno 1998, n. 213 ai diritti su strumenti finanziari in regime di subdeposito presso un CSD italiano.

12. Le abrogazioni e le modifiche. Il decreto introduce alcune importanti innovazioni alla legislazione in vigore.

L'art. 11, comma 1 prevede che il secondo periodo dell'art. 87, comma 1 del T.U.F., il quale dispone che i vincoli che gravano sugli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito e quelli successivamente costituiti debbono risultare da un apposito registro tenuto dal depositario ai sensi degli artt. 2215, 2216 e 2219 del codice civile, sia sostituito dalla previsione secondo cui tali vincoli sono soggetti alle disposizioni dell'art. 34 del d. lgs. 24 giugno 1998, n. 213. Corollario di questa modifica è l'abrogazione, pure prevista dall'art. 11, comma 1, del primo periodo dell'art. 87, comma 2 che attribuiva valore costitutivo all'iscrizione del vincolo nel registro tenuto dall'intermediario.

La modifica ha una grande importanza sotto il profilo della ricostruzione della disciplina degli strumenti finanziari in regime di subdeposito, in quanto chiarisce che le sole registrazioni contabili del depositario – intermediario hanno efficacia costitutiva del vincolo senza possibilità di distinguere tra strumenti finanziari in regime di

dematerializzazione fin dall'origine e strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito successivamente alla loro messa in circolazione.

Con l'abrogazione degli art. 6, comma 3, art. 8, commi 2,3,4,5 e 7 e art. 9 del d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210 la legge intende chiarire che le norme in materia di rapporti tra garanzia finanziarie e procedure di insolvenza e quelle sulla legge applicabile agli strumenti finanziari in forma scritturale sono esclusivamente quelle contenute nel decreto di recepimento della direttiva sulle garanzie finanziarie, superando così la non perfetta coincidenza con le norme dell'art. 9 della direttiva sulla settlment finality.

Infine, viene riformulato l'art. 70, comma 1 del T. U. F.. Il nuovo testo contiene due innovazioni. In primo luogo, attraverso la soppressione dell'aggettivo "derivati" il potere regolamentare della Banca d'Italia viene esteso alla disciplina del funzionamento di sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari. La norma, che appare un'inutile ripetizione del potere di cui all'art. 69 T. U. F., acquista senso in relazione alla possibilità di imporre ai partecipanti al sistema il versamento di un margine o altre prestazioni a titolo di garanzia dell'adempimento degli obblighi derivanti dalla partecipazione al sistema (anche se, a dire il vero questa possibilità era già desumibile dall'art. 69, comma 2).

La seconda innovazione è rappresentata dall'estensione della tipologia di prestazioni che possono essere imposti ai partecipanti a titolo di garanzia delle obbligazioni nei confronti del sistema. Il testo originario dell'art. 70 prevedeva infatti i soli margini di garanzia, mentre ora si parla di margini o altre prestazioni a titolo di garanzia. Anche questa precisazione non appare indispensabile per il funzionamento dei sistemi di compensazione e garanzia perché la nozione di margine di garanzia non è fornita dalla legge e nella prassi finanziaria vengono in genere indicate con questo nome le outright transfers, cioè una categoria di per sé residuale.

L'aspetto più complesso della norma è tuttavia rappresentato dal secondo periodo, il quale prevede che le garanzie acquisite "non possono essere distratte dalla destinazione prevista né essere soggette ad azioni esecutive o cautelari da parte dei creditori del singolo partecipante o del soggetto che gestisce il sistema, anche in caso di apertura di procedure concorsuali". In apparenza la previsione si limita ad estendere l'originario disposto dell'art. 70, che faceva riferimento ai soli margini di garanzia, alle altre prestazioni a titolo di garanzia. In realtà la norma precisa, in modo assolutamente incomprensibile, che quanto acquisito a titolo di garanzia non può essere distratto dalla propria destinazione ne essere soggetto ad azioni esecutive o cautelari nemmeno da parte del soggetto che gestisce il sistema cioè il soggetto favore del quale, in base al disposto del comma 2 dell'art. 70, le garanzie sono state costituite.

Occorre quindi leggere questa precisazione in relazione al vincolo di destinazione, quindi nel senso che le azioni esecutive o cautelari che il gestore del sistema non può esercitare sono quelle che hanno l'effetto di distrarre le garanzie dalle finalità per cui furono acquisite, cioè la garanzia degli obblighi nei confronti del sistema. Pertanto, per esemplificare, quando il gestore del sistema opera come central counterparty esso potrà agire su quanto acquisito per l'adempimento degli obblighi nei propri confronti derivanti dalla conclusione di un contratto che prevede la prestazione di una garanzia, mentre non potrà agire per ottenere il soddisfacimento di altri obblighi del partecipante nei propri confronti, ad esempio quelli derivanti da un fatto illecito.

## CAPITOLO IX

## LA HAGUE CONVENTION ON THE LAW APPLICABILE ON CERTAIN RIGHTS IN RESPECT OF SECURITIES HELD WITH AN INTERMEDIARY

Sommario: 1. Introduzione; 2. I lavori preparatori della Convenzione: il "p37 problem";

- 3. L'ambito di applicazione della Convenzione; 4. La nozione di securities held with an intermediary. Il problema della natura giuridica dei diritti immessi in regime di subdeposito nella Convenzione; 5. La regola di diritto internazionale privato; 6. Le norme di fall back; 7. Il divieto del look through approach; 8. La successione nel tempo della legge applicabile; 9. Il rapporto tra la disciplina convenzionale e le norme nazionali in materia di insolvenza; 10. Il rapporto con le norme di ordine pubblico e di applicazione necessaria.
- 1. Introduzione. La Convention on the law applicabile on certain rights in respect of securities held with an intermediary (da ora indicata come la Convenzione) elaborata in seno alla Hague Conference on private international law costituisce un punto di svolta sia sul piano della individuazione della legge applicabile ai diritti sugli strumenti finanziari detenuti tramite un intermediario sia, più in generale, sul piano della ricostruzione di tali diritti quali diritti di credito.

Come espressamente dichiarato nel preambolo, le finalità che la Convenzione persegue sono analoghe a quelle dei provvedimenti comunitari esaminati, e cioè la necessità di dettare regole comuni sulla legge applicabile agli strumenti finanziari detenuti attraverso un intermediario, nella consapevolezza che queste regole comuni sono in grado di ridurre i rischi legali e sistemici nonché i costi legati alle transazioni cross – border aventi per oggetto detti strumenti finanziari.

La scelta del *Place of the Relevant Intermediary Approach* "as determined by account agreements with intermediaries" quale criterio di collegamento viene espressa nello stesso preambolo, nella convinzione che tale criterio sia idoneo a fornire un grado di certezza e di prevedibilità circa la legge applicabile soddisfacenti in relazione alle finalità sopra indicate.

2. I lavori preparatori della Convenzione: il "paragraph 37 problem". Il problema fondamentale affrontato nel corso dei lavori preparatori della convenzione,

una volta adottato il *PRIMA* quale criterio di collegamento<sup>145</sup>, è consistito nella individuazione del *relevant intermediary*. Questo problema è stato definito nell'ambito dei lavori preparatori "p37 problem" in relazione alla pagina del *Report of the First Secretary at the Permanent Bureau* nel quale per la *PRIMA* volta la questione è stata posta.

I termini del problema sono stati illustrati all'interno del Report mediante un esempio che può essere sintetizzato come segue:

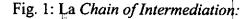
Per l'esame approfondito delle finalità della Convenzione e l'analisi dei diversi contesti giuridici nazionali HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE INTERNATIONAL LAW, The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems -Report prepared by Christophe Bernasconi First Secretary at the Permanent Bureau, November 2000, consultabile al sito al sito http://hcch.evision.nl/upload/sec\_pd01e.pdf; HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE INTERNATIONAL LAW, Report on the meeting of the working group of experts (15 to 19 january 2001) and related informal work conducted by the permanent bureau on the law applicable to dispositions of securities held with an intermediary prepared by the Permanent Bureau, Preliminary Document No 13 of June 2001 for the attention of the Nineteenth Session; consultabile al sito http://hcch.e-vision.nl/upload/sec\_pd02e.pdf;. Sulle osservazioni alla proposta di Convenzione, tra le altre, HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE INTERNATIONAL LAW, Summary of reactions to prel. doc. no. 17: "does the current draft of the convention adequately ensure that the relevant intermediary (i.e. prima) is the same for all dispositions of securities held with a particular intermediary, or is there a need for a specific provision to achieve this?" - submitted by the Permanent Bureau, Preliminary Document No 18ter of 28 November 2002 for the attention of the Diplomatic Session on indirectly held securities; consultabile al sito Al sito http://hcch.evision.nl/upload/sec pd18tere.pdf.

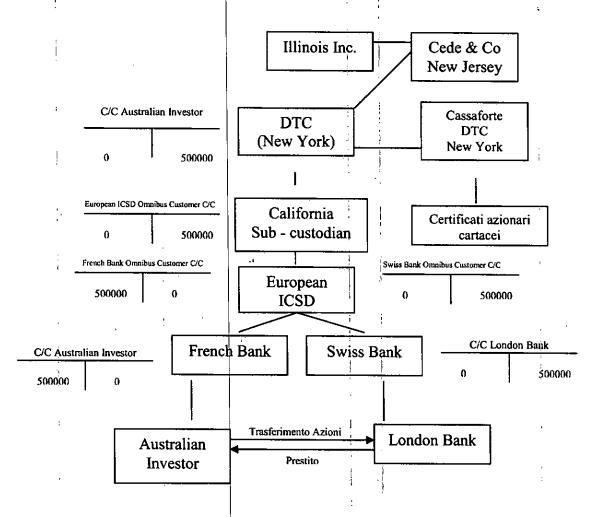
Si vedano inoltre: Osservazioni ISDA sul Preliminary Draft Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, 14th May, 2002, consultabili al sito http://www.isda.org/c and a/pdf/HagueResponseMay02Final.pdf; Opinion of the European Central Bank of 26 June 2003 at the request of the Austrian Federal Ministry of Justice on a draft Federal law implementing Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on (CON/2003/11), financial collateral arrangements consultabile sito http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/EN\_CON\_2003\_11 f sign.pdf; FEDERATION BANCAIRE DE L'UNION EUROPEENNE, Preliminary Draft Convention On The Law Applicable To Certain Rights In Respect Of With 31.10.2002, Securities Intermediary, consultabile al http://www.fbe.be/pdf/EnclosureLetter999.pdf.

L'elenco completo dei lavori preparatori della Convenzione può essere consultato al sito http://hcch.e-vision.nl/index\_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72.

- A) La situazione iniziale: 1) un soggetto, definito Australian Investor è proprietario di 500.000 azioni della Illinois Inc. che egli detiene attraverso un intermediario definito French Bank; 2) French Bank a sua volta detiene i titoli attraverso un sistema di deposito accentrato, European ISCD, il quale a sua volta si serve di un subdepositario americano, California Subcustodian, che ha il proprio conto accentrato presso DTC; 3) il fiduciario di cui si serve DTC, Cede & Co. è formalmente il proprietario delle azioni. L'intestazione fiduciaria risulta dal New Jersey Registrar che ha sede nel New Jersey; 4) i certificati azionari, non essendo stati dematerializzati, vengono custoditi in una cassaforte nello stato di New York.
- B) L'impiego delle azioni come collateral: 1) Australian Investor decide di prendere a prestito una somma di denaro impiegando le azioni della Illinois Inc. come garanzia collaterale; 2) Australian Investor conclude a questo scopo un contratto di finanziamento con una banca con sede a Londra, denominata London Bank. La garanzia viene fornita mediante il trasferimento della proprietà delle azioni alla London Bank, la quale si obbliga a restituirle all'Australian Investor alla restituzione del denaro. Il contratto è regolato dalla legge inglese scelta dalle parti;
- C) I profili contabili dell'operazione: 1) prima del trasferimento alla London Bank, il diritto dell'Australian Investor sulle azioni della Illinois Inc. era rappresentato da un credito risultante dal conto aperto dall'Australian Investor presso il proprio intermediario, cioè la French Bank; 2) il trasferimento dei titoli alla London Bank viene evidenziato nei conti della French Bank mediante l'iscrizione di un debito a carico dell'Australian Investor e dall'iscrizione di un corrispondente credito verso la stessa London Bank nel conto intestato alla London Bank presso l'intermediario utilizzato da London Bank, una banca svizzera denominata Swiss Bank; 3) il trasferimento dei titoli viene evidenziato anche nei conti dell'European ICSD: da un lato viene iscritto un debito corrispondente alle 500.000 azioni della Illinois Inc. nel conto "per conto terzi" della French Bank, denominato "French Bank Omnibus Customer Account" e iscritto un corrispondente credito a favore del conto "per conto terzi" della Swiss Bank, denominato "Swiss Bank Omnibus Customer Account"; 4) la costituzione della garanzia non è in alcun modo evidenziata nei conti del California Sub - custodian, né ovviamente in quelli di DTC. La situazione sopra descritta può essere rappresentata graficamente come segue<sup>146</sup>.

<sup>&</sup>lt;sup>146</sup> P. PAECH, Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the UNIDROIT Project, in Unif. L. Rev. 2002-4, consultabile al site





D) La controversia sulla titolarità delle azioni: 1) dopo la stipula dell'accordo che prevede il trasferimento delle azioni, ma *PRIMA* della effettuazione delle relative annotazioni contabili, l'Australian Investor costituisce in pegno le azioni a favore della Italian Bank, secondo la legge italiana. In seguito a questo accordo il trasferimento delle azioni alla London Bank viene completato con le relative annotazioni contabili; 2) l'Australian Investor è dichiarato insolvente.

I problemi che l'insolvenza dell'Australian Investor pone agli organi della procedura possono così riassumersi: a) la validità del pegno a favore della Italian Bank; b) se la validità ed efficacia dell'acquisto da parte della London Bank; c) se si ritiene,

http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/articles/paech-ulr2002-e.pdf, riassume così l'attuale struttura della chain of intermediation.

come appare corretto, che sia il diritto della *Italian Bank* sia il diritto della *London Bank* siano validi ed efficaci, quale dei due diritti prevale. Nell'affrontare dette questioni il *PRIMA* segue un approccio *stage – by – stage* cioè permette di identificare con certezza e semplicità la legge applicabile al singolo rapporto ad un determinato livello della *chain of intermediation*. Ad esempio, il *PRIMA* ci dice che la legge che regola il rapporto relativo alla tenuta del conto titoli tra l'*Australian Investor* e la *French Bank* è regolato dalle legge francese, ovvero che la legge applicabile al rapporto tra l'*European ICSD* e la *French Bank* è regolato dalla legge del luogo in cui *l'European ICSD* ha la propria sede.

Il PRIMA è invece carente in relazione ad altri due problemi: quello dei rapporti tra i diversi livelli nella gerarchia della chain of intermediation e quello delle relazioni tra soggetti posti al medesimo livello della chain of intermediation, ma che si servono di diversi intermediari per l'esecuzione delle transazione conclusa. Il problema dei rapporti tra diversi livelli nella gerarchia della chain of intermediation si pone, secondo il Report, quando occorre stabilire se il vizio del rapporto di livello inferiore si propaghi a quello di livello superiore. Nell'esempio fatto, si tratta quindi di stabilire quale sia la sorte del rapporto tra la French Bank e l'ICSD quando la legge francese considera viziato il rapporto tra la French Bank e l'Australian Investor, posto che in base al PRIMA la legge applicabile al primo rapporto è la legge francese, mentre quella applicabile al secondo rapporto è quella del luogo in cui l'European ICSD ha la propria sede. Il problema delle relazioni tra soggetti posti al medesimo livello della chain of intermediation, ma che si servono di diversi intermediari per l'esecuzione delle transazione conclusa (c.d. double interest) è analogo, poiché consiste nello stabilire che cosa accade quando la medesima vicenda traslativa coinvolga più intermediari posti allo stesso livello, ma residenti in ordinamenti giuridici diversi, di modo che in base al PRIMA possono trovare applicazione più leggi. In relazione all'esempio fatto, si tratta della situazione che si crea quando la vendita degli strumenti finanziari a scopo di garanzia è considerata valida dalla legge francese cioè la legge applicabile al rapporto tra l'Australian Investor e la French Bank in base al PRIMA, mentre non è considerata valida in base alla legge svizzera cioè la legge che in base al PRIMA regola i rapporti tra la London Bank e la Swiss Bank.

Tra le proposte prese in considerazione dal *Report* figurava l'adozione del c.d. super – PRIMA cioè di un criterio di collegamento che permettesse di assoggettare a una sola legge tutti i rapporti a tutti i livelli della chain of intermediation. In particolare, era stata proposta l'adozione della legge dell'intermediario del soggetto che per ultimo aveva acquistato diritti di natura proprietaria sugli strumenti finanziari. Questo criterio è stato tuttavia accantonato dal *Report* a causa del timore di creare una situazione di gravissima incertezza circa la legge applicabile in capo a tutti i soggetti coinvolti nella *chain of intermediation* diversi dall'ultimo acquirente di diritti di natura proprietaria.

3. L'ambito di applicazione della Convenzione. L'ambito di applicazione della Convenzione è limitato alle materie indicate nell'art. 2, comma 1<sup>147</sup>. L'elenco è comprensivo di tutte le questioni esaminate nei capitoli precedenti, quali i requisiti di perfezionamento e di validità della garanzia finanziaria, i rapporti tra il titolare della garanzia e soggetti terzi etc. In particolare va tenuto presente che secondo l'art. 1, comma 1, lett. h) per disposition si intende "any u ansfer of title whether outright or by way of security and any grant of a security interest, whether possesory or non possesory", e che pertanto rientrano nell'ambito di applicazione della Convenzione tutte le specie di contratto di garanzia finanziaria finora esaminate.

Occorre però considerare che a differenza dei provvedimenti presi in considerazione in precedenza, che contengono sia previsioni sostanziali sia regole di diritto internazionale privato, la Convenzione si limita a regolare le questioni di diritto internazionale poste dalla materia delle garanzie finanziarie, cioè indica esclusivamente quale è la legge regolatrice delle materie sopra indicate, senza dettare alcuna disposizione in merito, ad esempio, alla validità delle garanzie realizzate mediante outright transfer. È quindi possibile che la legge a cui la Convenzione fa rinvio non regoli la materia o addirittura non riconosca le garanzie finanziarie.

Il paragrafo 3 dell'art. 2 indica le materie alle quali al Convenzione non si applica e cioè "a) the rights and duties arising from the credit of securities to a securities account to the extent that such securities are purely contractual or otherwise

<sup>&</sup>quot;a) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of the rights resulting from a credit of securities to a securities account; b) the legal nature and effects against the intermediary and third parties of a disposition of securities held with an intermediary; c) the requirements, if any, of perfection of a disposition of securities held with an intermediary; d) whether a person's interest in securities held with an intermediary extinguishes or has priority over another person's interest; e) the duties, if any, of an intermediary to a person other than the account holder who asserts in competition with the account holder or another person an interest in securities held with an intermediary; f) the requirements, if any for the realisation of an interest in securities held with an intermediary; g) whether a disposition of securities held with an intermediary extends to entitlements to dividends, income, or other distributions, or to redemption, sale or other proceeds"

purely personal; b) the contractual or other personal rights and duties of parties to a disposition of securities held with an intermediary, or c) the rights and duties of an issuer of securities or of an issuer's registrar or transfer agent, whether in relation to the holder of the securities or any other person". La funzione di questo paragrafo è chiarire che la Convenzione regola esclusivamente la legge applicabile ai profili proprietari della disposition mentre le sono estranei i rapporti contrattuali in senso stretto, come per esempio il contratto che sta alla base del trasferimento del diritto o la costituzione della garanzia. In particolare va osservato che l'esclusione riguarda sia i rapporti del titolare del conto con l'intermediario presso il quale il conto è aperto sia i rapporti tra le parti della disposition. Ne sono esclusi i rapporti tra l'emittente (o il soggetto, sia esso il registrar o il transfer agent, che tiene il registro nel quale vengono annotate tutte o alcune delle vicende relative all'emissione) e il possessore degli strumenti finanziari.

Mentre le ipotesi di esclusione indicate nelle lettere a) e b) chiariscono che le materie indicate rimangono soggette alla disciplina internazionalprivatistica dei contratti, apparendo questo pienamente giustificato dal diverso piano logico e giuridico su cui si pongono i rapporti proprietari rispetto a quelli contrattuali e superando così i dubbi sollevati dalla legislazione comunitaria, l'esclusione dall'ambito di applicazione della direttiva dei rapporti tra il possessore del titolo e l'emittente richiede un'analisi più approfondita. La Convenzione non fornisce infatti una definizione di holder of the securities, e questa omissione appare particolarmente grave perché nei sistemi di subdeposito l'esatta identificazione del possessore degli strumenti finanziari è impossibile nei casi di dematerializzazione mentre nei casi di immobilisation il possessore risulta essere un mero fiduciario dell'ente di gestione del sistema di deposito accentrato, o questo stesso ente. È comunque possibile affermare che la Convenzione abbia inteso indicare lo stesso account holder per le ragioni di cui si dirà di seguito. Lo scopo della lettera c) appare infatti duplice. Da un lato essa sembra volere chiarire che la Convenzione non modifica le regole di scelta sulla legge applicabile ai rapporti di natura strettamente organizzativa tra emittente e titolare dello strumento finanziario, quale ad esempio l'esercizio del voto, l'azione di responsabilità e così via. Dall'altro essa prende atto del fatto che i rapporti tra account holder ed emittente ancorché riferiti ad aspetti proprietari (ad esempio l'iscrizione di una garanzia, o il trasferimento della titolarità di uno strumento finanziario) non possono essere assoggettati alla legge indicata dalla Convenzione poiché detti rapporti sono destinati a essere sempre mediati dalla chain of intermediation, per effetto della quale l'esercizio dei diritti del titolare verso l'emittente debbono transitare dal relevant intermediary. La Convenzione sembra tuttavia trascurare che questioni proprietarie possono porsi anche nei rapporti diretti tra emittente e titolare degli strumenti finanziari proprio nel caso, che volontariamente gli estensori hanno omesso di disciplinare, di double interest (si pensi al caso in cui al presidente dell'assemblea dell'emittente si presentino due possessori di certificati rilasciati da due diversi intermediari in base alla legge applicabile e aventi per oggetto i medesimi strumenti finanziari).

Il quadro delle disposizioni che definiscono l'ambito di applicazione è completato dagli artt. 9 e 10. L'art. 9 prevede che le regole della Convenzione si applicano anche quando la legge richiamata è quella di uno stato che non ha aderito alla Convenzione (c.d. General Applicability). In merito a questa previsione si può rilevare che, analogamente a quanto detto con riferimento all'art. 9 della direttiva sui collateral agreements, il rinvio indiscriminato non offre alcuna garanzia circa la qualità delle norme richiamate e in particolare circa il sistema adottato per la tutela dei soggetti terzi rispetto all'accordo. Le norme contenute negli artt. 8 e 11, ispirate proprio dall'esigenza di assicurare la tutela minima offerta dalla legge del foro, rappresentano come si dirà un correttivo assai timido rispetto al pericolo di abusi a cui le norme della Convenzione si prestano.

Infine, l'art. 10 esclude il rinvio oltre, prevedendo che il rinvio alla legge straniera non comprende le disposizioni sulla legge applicabile in essa contenute.

4. La nozione di securities held with an intermediary. Il problema della natura giuridica dei diritti immessi in regime di subdeposito nella Convenzione. L'art. 1, comma 1 lett. f) stabilisce che per "securities held with an intermediary" si intendono i "rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securites account". I provvedimenti precedentemente esaninati non avevano espressamente preso posizione sulla natura dei diritti del titolare del conto da cui risultano i diritti, ma è latente in quella regolamentazione l'idea della natura reale del diritto sugli strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito, resa manifesta dall'utilizzo del PRIMA come regola per l'individuazione del luogo in cui lo strumento finanziario si trova, secondo la proposta equivalenza tra il locus rei sitae e la place of the relevant intermediary.

La nozione della lett. f) riconosce in modo espresso che i diritti del titolare del conto risultano da un *credito* documentato dal *securities account*. Pur non essendo vincolanti per l'interprete, le definizioni del legislatore assumono comunque significato

nella ricostruzione di un istituto quando trovano conferma nelle disposizioni che regolano quello stesso istituto, nei modi di cui si dirà al paragrafo successivo.

Un'ulteriore indicazione circa la posizione assunta in merito alla natura dei diritti immessi in regime di subdeposito si rinviene nel paragrafo 2 dell'art. 2. Questa norma precede che la Convenzione regola la legge applicabile alle materia indicate nell'art. 2, paragrafo 1 "even if the rights resulting from the credit of those securities to a securities account are determined in accordance with paragraph (1)(a) to be contractual in nature". La Convenzione sembra quindi assumere una posizione del tutto neutrale circa la questione della natura giuridica dei diritti del titolare del conto, stabilendo che le disposizioni in essa contenute si applicano a prescindere dal modo in cui la legge richiamata qualifica tali diritti, e in particolare quando i diritti siano considerati di natura contrattuale.

5. La regola di diritto internazionale privato. L'art. 4 stabilisce che la legge applicabile alle materie indicate nell'art. 2, paragrafo 1 è la legge a cui le parti hanno assoggettato l'account agreement cioè il contratto che disciplina la tenuta del conto titoli ovvero la diversa legge scelta dalle parti nello stesso account agreement per regolare dette materie. Si tratta di una scelta manifestamente contrattuale, e ciò appare coerente con l'effettiva natura giuridica dei rapporti tra l'intermediario e il cliente quali rapporti di natura contrattuale e non reale. Tuttavia la Convenzione, in osseguio alla scelta del PRIMA quale criterio di collegamento, subordina l'ammissibilità dell'accordo ad una serie di condizioni che assicurano un legame tra la place of the relevant intermediary e la legge applicabile agli strumenti finanziari iscritti nel securities account. Viene infatti stabilito che la legge scelta dalle parti si applica solo se il relevant intermediary ha un ufficio nello stato la cui legge è stata scelta dalle parti, il quale "a) alone or together with other offices of the relevant intermediary or with other persons acting from the relevant intermediary in that or another State: i) effects or monitors entries to securities account; ii) administers payments or corporate actions relating to securities held with the intermediary; or iii) is otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities accounts; or b) is identified by an account number, bank code, or other specific means of identification as maintaining securities accounts in that State".

La ragione del puntiglio della Convenzione nello stabilire le condizioni che debbono essere possedute dall'ufficio del relevant intermediary risiede, oltre che nella necessaria coerenza con l'adozione del PRIMA, nel timore di pratiche di forum

shopping e nella conseguente difficoltà per i soggetti terzi rispetto all'accordo nell'individuare la legge applicabile. Occorre infatti considerare che la materia delle garanzie coinvolge i diritti di terzi soggetti e il riconoscimento del potere delle parti di scegliere la legge applicabile alle garanzie finanziarie svincolato da ogni parametro oggettivo darebbe luogo ad una situazione di gravissima incertezza nel caso in cui soggetti terzi rispetto all'accordo avanzino pretese nei confronti del soggetto che ha costituito una garanzia in titoli. In questo la Convenzione ha mostrato in linea di principio una sensibilità molto superiore a quella del legislatore comunitario rispetto alle esigenze di tutela dei terzi.

Allo scopo di impedire alle parti di eludere agevolmente questa regola, la Convenzione precisa in quali casi la presenza di un ufficio nello stato scelto non soddisfa i requisiti del paragrafo 1. Il paragrafo 2 stabilisce infatti che l'ufficio dell'intermediario non si considera "otherwise engaged in a business or other regular activity of maintaining securities account: a) merely because it is a place where the technology supporting the bookkeeping or data processing for securities account is located; b) merely because it is the place where call centres for communication with account holders are located or operated; c) merely because it is a place where the mailing relating to securities accounts is organised or files or archives are located; or d) if it engages solely in representational functions or administrative functions, other than those related to the opening or maintenance of securities accounts, and does not have authority to make any binding decision to enter into any account agreement."

Il paragrafo 2 allude alla circostanza, molto frequente nella struttura organizzativa territoriale delle banche che operano a livello internazionale, di distribuire le diverse competenze tra diversi stati in considerazione delle più diverse esigenza: dal minore costo del lavoro, come avviene tipicamente nel caso dei call centers, al diverso regime fiscale, come accade nel caso dei back offices. In verità la regola risultante dal combinato disposto dei paragrafi le 2 dell'art. 4 non risulta inattaccabile, e soprattutto coerente con le finalità sopra indicate, come potrebbe risultare da una lettura in superficie. In primo luogo va considerato che la Convenzione non impone affatto che l'ufficio dell'intermediario sito nello stato la cui legge è stata scelta dalle parti sia quello che ha concluso il contratto con il cliente, ma si limita a chiedere che almeno un ufficio dell'intermediario abbia sede nello stato la cui legge si applica. Il che rende assai difficile per un soggetto estraneo all'accordo stabilire a quale legge è soggetto, ad esempio, il trasferimento degli strumenti finanziari. Sul piano pratico la soluzione adottata è di una ingenuità sorprendente, poiché è frequente che le banche internazionali siano presenti con uffici che soddisfano i requisiti delle lettere a) e b) in un gran numero

di stati e questo rappresenta certamente un incentivo al fenomeno del forum shopping sopra indicato. A questo proposito va poi rilevato che la lettera a) esige che le attività che l'ufficio deve svolgere nello stato la cui legge viene scelta dalle parti possono essere svolte dall'ufficio da solo o insieme ad altri uffici dell'intermediario nello stato prescelto o in altri stati, il che rende certamente discutibile la necessità che l'ufficio residente nello stato prescelto debba svolgere per intero una delle attività indicate nelle lettere i) – iii).

6. Le norme di fall - back. La Convenzione all'art. 5 detta alcune regole destinate a operare in mancanza di scelta delle parti sulla legge applicabile. La prima regola stabilisce che quando le parti non hanno indicato la legge applicabile alle materie di cui all'art. 2, paragrafo 1, si applica la legge dello stato nel quale è situato l'ufficio dell'intermediario attraverso il quale è stato concluso l'account agreement. Questa regola è soggetta alla condizione che dall'account agreement risulti per iscritto e in modo non equivoco che l'account agreement è stato concluso attraverso quello specifico ufficio, e che l'ufficio indicato soddisfi i requisiti indicati nell'art. 4, paragrafo 1. Secondo la stessa tecnica legislativa impiegata nell'art. 4, la Convenzione specifica in quali casi i riferimenti contenuti nell'account agreement ad un determinato ufficio non possono essere considerati come riferimenti espressi e non ambigui all'ufficio attraverso il quale il contratto è stato concluso. Sono considerati tali gli accordi con cui le parti stabiliscono che: a) le comunicazioni avvengano per il tramite di uno specifico ufficio, b) le cause contro l'intermediario vengano promosse contro uno specifico ufficio, c) determinati documenti verranno forniti al cliente attraverso uno specifico ufficio; d) determinati servizi vengano forniti per il tramite di uno specifico ufficio; e) determinate operazioni vengano effettuate dall'intermediario per il tramite di uno specifico ufficio.

Qualora la legge applicabile non possa essere determinata in base alla previsione del paragrafo 1, la Convenzione prevede al paragrafo 2 che la legge applicabile è quella dello stato nel quale l'intermediario è stato costituito ovvero alla cui legge è soggetto al tempo della conclusione per iscritto dell'account agreement o, in mancanza di un account agreement, al tempo dell'apertura del securities account. Infine se nemmeno il criterio del paragrafo 2 può trovare applicazione, si applicherà il criterio del paragrafo 3, che prevede l'applicazione della legge dello stato nel quale l'intermediario svolge i propri affari, e nel caso in cui l'intermediario svolga i propri affari in più stati, quella dello stato in cui si trova le sede principale degli affari al tempo della conclusione per

iscritto dell'account agreement o, in mancanza di un account agreement, al tempo dell'apertura del securities account.

7

La regola contenuta nell'art. 5, paragrafo 1 pone il problema di stabilire se l'attestazione che il contratto è stato concluso attraverso uno specifico ufficio formi oggetto di un atto dispositivo delle parti, le quali sono libere di indicare anche un ufficio diverso da quello effettivamente coinvolto nella conclusione del contratto, ovvero se alle parti sia richiesta una vera e propria certificazione sull'identità dell'ufficio attraverso il quale l'account agreement è stato concluso. Il problema non ha natura puramente teorica perché potrebbe accadere che la documentazione standard predisposta per la conclusione del contratto presenti il cliente come proponente il contratto che sarà poi accettato dalla banca, o da altro intermediario, attraverso l'ufficio a ciò incaricato non necessariamente coincidente con quello al quale il cliente si era rivolto. Imporre alle parti di una simile certificazione, quasi una dichiarazione notarile, è ovviamente assurdo sia per la mancanza di un'espressa sanzione sia perché la conclusione dell'account agreement è un semplice atto privato, sia soprattutto perché la scelta dell'ufficio attraverso il quale il contratto si considera concluso rientra certamente nella disponibilità delle parti. Questa ricostruzione è pienamente confermata dal fatto che la Convenzione si preoccupa di precisare che l'ufficio individuato nel contratto deve soddisfare i requisiti dell'art. 4, paragrafo 1.

La più importante conseguenza teorica di una questa ricostruzione è che nonostante l'apparenza di obbiettività il criterio di collegamento in esame è essenzialmente la volontà delle parti, anche se non espressamente riferita alla regolamentazione delle materie indicate nell'art. 2, paragrafo 1.

7. Il divieto del look – through approach. Nei capitoli che precedono è stato ricostruito il dibattito dottrinale che è alla base del PRIMA come criterio di collegamento in materia di strumenti finanziari immessi in regime di subdeposito. Si è visto che nelle prime fasi di quel dibattito non pochi autori erano dell'idea che il problema dell'individuazione della legge applicabile potesse essere ricondotto nell'alveo del tradizionale criterio della lex rei sitae semplicemente individuando con certezza il locus rei sitae degli strumenti finanziari in regime di dematerializzazione. Tale corrente interpretativa era stata etichettata come look – through approach per sottolineare come il problema fondamentale che essa si poneva era quello di identificare il locus rei sitae all'interno della catena dell'intermediazione, "guardando attraverso" quest'ultima. I criteri di identificazione del locus rei sitae proposti dalla dottrina sono

quelli che ora vengono elencati nell'art. 6 della Convenzione per escludere che ad essi possa farsi riferimento nell'individuazione della legge applicabile, e cioè la sede dell'emittente, il luogo di tenuta dei certificati rappresentativi degli strumenti finanziari, il luogo di tenuta del registro dell'emittente e la sede dei diversi intermediari operanti nella catena dell'intermediazione.

Il significato pratico dell'art. 6 non è del tutto chiaro, poiché le altre disposizioni della Convenzione sarebbero di per sé sufficienti ad escludere il ricorso ad altri criteri di collegamento. A questo va aggiunta l'assurdità giuridica di imporre all'interprete il divieto di individuare in base a questi o ad altri criteri la legge applicabile alle materie indicate nell'art. 2, paragrafo 1, nell'ipotesi, che sembra davvero teorica, in cui i criteri degli articoli 4 e 5 si rivelino insufficienti.

Tutt'altro discorso merita il rilievo teorico della disposizione. La dichiarata adesione al PRIMA da parte della Convenzione rimane soprattutto una dichiarazione di principio, poiché in effetti il criterio che la Convenzione adotta è quello dell'accordo delle parti sulla legge applicabile. Il riferimento alla sede del relevant intermediary appare infatti più che altro un ossequio formale alla regola vigente in materia di diritti reali, come è reso palese dall'art. 4, paragrafo 1, dove si precisa che è sufficiente che il relevant intermediary abbia un proprio ufficio nello stato la cui legge viene scelta dalle parti. Il PRIMA così come delineato dai suoi sostenitori non propone l'adozione di una legge diversa dalla lex rei sitae, ma aspira semplicemente a risolvere il problema dell'identificazione del locus rei sitae proponendo di identificarlo con la place of the relevant intermediary. Questa scelta appare soprattutto giustificata sul piano pratico perché non incorre nelle difficoltà incontrate dagli altri criteri nella identificazione del luogo in cui in effetti lo strumento finanziario si trova, mentre sul piano teorico il problema della natura contrattuale del rapporto tra il titolare dell'interest in securities ed il relevant intermediary, che pure era stato preso in considerazione, appare invece come un elemento secondario nel dibattito sulla scelta della legge applicabile agli strumenti finanziari in regime di subdeposito.

Nonostante gli innegabili vantaggi del *PRIMA*, gli estensori della Convenzione hanno dovuto superare le critiche avanzate al criterio sul piano della certezza, e in particolare la sua vaghezza relazione alle attuali caratteristiche del sistema finanziario. La soluzione adottata è certamente coerente con la natura obbligatoria dei rapporti con il *relevant intermediary* poiché la legge applicabile a detti rapporti è quella scelta dalle parti, secondo il generale principio adottato dalla Convenzione di Roma. Con questa scelta tuttavia la Convenzione si distacca non solo dai criteri che essa espressamente dichiara inapplicabili all'art. 6, ma dallo stesso *PRIMA*. Il correttivo indicato dall'art. 4,

oltre che ossequiare solo formalmente il *PRIMA*, risulta completamente inadeguato all'efficacia *erga omnes* che la Convenzione riconosce alle parti.

8. La successione nel tempo della legge applicabile. La Convenzione si preoccupa di regolare l'ipotesi in cui per effetto di un cambiamento nell'accordo la legge applicabile risulti diversa da quella originariamente individuata in base ai criteri di cui agli artt. 4 e 5.

La regola generale, contenuta nell'art. 7, paragrafo 3, prevede che la nuova legge regoli tutte le materie indicate nell'art. 2, paragrafo 1. Il paragrafo 4 precisa tuttavia che la precedente legge continua ad applicarsi alle persone che non hanno espresso il lorc consenso al cambiamento limitatamente a materie quali l'esistenza di diritti sugli strumenti finanziari, l'efficacia verso terzi, e la proprietà dei diritti 148. L'aspetto più importante della norma sotto il profilo sistematico è rappresentato dall'indiretta conferma che la scelta delle parti in ordine alla legge applicabile ha effetto nei confronti dei terzi, poiché non avrebbe senso richiedere il consenso dei soggetti indicati nel paragrafo 4 se l'accordo avesse effetto limitato ai contraenti. Ciò è particolarmente grave in considerazione della totale mancanza di conoscibilità dell'accordo previsto dall'art. 4 in ordine alla legge applicabile.

I limiti della soluzione adottata sono ancora più evidenti se si riflette sulla mancata disciplina delle modalità con cui gli interessati manifestano il loro consenso. In sintesi l'art. 7, paragrafo 4, afferma che i soggetti nei confronti dei quali la scelta della legge applicabile rileva debbono manifestare il proprio consenso sulla scelta delle parti, ma diversamente da quanto accade in ipotesi analoghe (si pensi al caso della trasformazione societaria) non regola né i modi in cui la modifica deve essere portata a conoscenza dei terzi né, di conseguenza, un termine entro il quale il consenso deve

the existence of an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law and the perfection of a disposition of those securities made before the change of law; b) with respect to an interest in securities held with an intermediary arising before the change of law; i) the legal nature and effects of such an interest against the relevant intermediary and any party to a disposition of those securities made before the change of law; ii) the legal nature and effects of such an interest against a person who after the change of law attaches the securities; iii) the determination of all the issues specified in Article 2(1) with respect to an insolvency administrator in an insolvency proceeding opened after the change of law; c) priorities as between parties whose interests arose before the change of law".

essere manifestato. Ne deriva una situazione di incertezza in ordine alla legge applicabile, che viene fatta gravare per intero in capo ai soggetti terzi rispetto all'accordo sui quali viene scaricato l'onere, impossibile da adempiere data la natura privata della documentazione contrattuale e il numero indeterminato dei soggetti interessati alla modifica, di verificare se coloro nei confronti dei quali la precedente legge produceva un qualche effetto hanno prestato il proprio consenso alla modifica della legge applicabile. Si pensi ad esempio al caso in cui Tizio, residente in Italia, debba decidere se accettare o meno in pegno gli strumenti finanziari detenuti da Caio presso un intermediario americano. L'art. 7 della convenzione richiede a Tizio: a) di verificare quale legge regola la proprietà degli strumenti finanziari chiedendo a Caio di produrre tutta la documentazione contrattuale fin dall'origine del rapporto con l'intermediario; b) ipotizzando che Caio e l'intermediario abbiano modificato una volta sola la legge applicabile all'accordo, di indagare se in base alla precedente legge esistano creditori di Caio che possano vantare, sempre in base alla precedente legge, diritti nei suoi confronti; c) di verificare se detti terzi abbiano accettato o meno la modifica della legge applicabile.

Volendo esprimere un'opinione su questa tecnica legislativa utilizzata, essa può essere ascritta alla logica della legislazione "a costo zero" cioè alla elaborazione di provvedimenti la cui applicazione concreta richiederebbe ben altri sforzi organizzativi, ma che per varie ragioni vengono comunque introdotte<sup>149</sup>.

9. Il rapporto tra la disciplina convenzionale e le norme nazionali in materia di insolvenza. La Convenzione prende posizione su un importante aspetto della disciplina di diritto internazionale privato, cioè il rapporto tra la norma di rinvio e le procedure concorsuali. Il giudice dell'insolvenza potrebbe infatti decidere di non applicare le regole richiamate dalla norma di rinvio invocando l'ordine pubblico. La convenzione previene questo pericolo con l'art. 8, il quale dispone che "[n]otwithstanding the opening of an insolvency proceeding, the law applicable under this Convention governs

legge alle priorità tra diverse categorie di soggetti interessati, quando il diritto sia sorto in base alla precedente legge, ma quanto necessario alla sua costituzione sia stato compiuto in base alla nuova legge. Si tratta del caso in cui, ad esempio, un determinato diritto di garanzia venga riconosciuto nel vigore della precedente legge, ma le formalità necessarie per renderlo opponibile ai terzi siano eseguite dopo il cambiamento della legge.

all the issues specified in Article 2(1) with respect to any event that has occurred before the opening of that insolvency proceeding "150".

La definizione dell'esatta portata dell'art. 8 presenta non pochi problemi. Il primo riguarda l'individuazione del soggetto della cui insolvenza si tratta. Nella materia delle garanzie finanziaria rileva sia l'insolvenza del datore della garanzia sia quella dell'intermediario presso il quale è aperto il conto di pertinenza. Purtroppo la Convenzione si limita a stabilire, all'art. 1, comma 1, lett. k) che le procedure di insolvenza rilevanti sono esclusivamente quelle che interessano il debitore. In linea di principio, la nozione di debtor è piuttosto ampia in quanto anche l'intermediario può essere considerato debitore del beneficiario della garanzia.

Il secondo problema che si pone in materia di rapporti tra la legge applicabile determinata in base alle regole della Convenzione e la legge che regola l'insolvenza risiede nel secondo comma dell'art. 8, il quale prevede che "[n]othing in this Convention affects the application of any substantive or procedural insolvency rules relating to: a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; or b) the enforcement of rights after the opening of an insolvency proceeding". La previsione ha per oggetto il problema più volte segnalato del rapporto tra la normativa in tema di contratti di garanzia finanziaria e le regole che tutelano la massa fallimentare, nonché i diritti dei terzi che non siano beneficiari della garanzia stessa. Il modo in cui la Convenzione regola detti rapporti differisce profondamente da quanto visto finora. Sia nella legislazione comunitaria sia in quella italiana di attuazione, le regole di diritto internazionale privato in tema di garanzie finanziarie non prendevano espressamente in considerazione il tema dei rapporti con le norme in materia di insolvenza. Questo determina la nascita di una serie di questioni circa la possibilità per il giudice di invocare l'ordine pubblico allo scopo di disapplicare le regole straniere richiamate dal PRIMA.

La regola ha una chiara limitazione temporale, rappresentata dal fatto che l'evento in relazione al quale si pone il problema di individuazione della legge applicabile deve essersi realizzato prima dell'apertura della procedura di insolvenza. Il che pone almeno due questioni. La Convenzione non indica quale è il momento di apertura della procedura di insolvenza rilevante ai propri fini, e pertanto sarà necessario determinare questo momento in conformità alla legge nazionale, incrinando in questo modo l'obbiettivo dell'uniformità. Il secondo aspetto da considerare è rappresentato dal riferimento al verificarsi dell'evento prima della apertura della procedura di insolvenza, il che però appare una semplificazione esagerata rispetto alle fattispecie regolate, che spesso e volentieri sono a formazione progressiva, come accade nel caso del pagamento di margini di garanzia.

L'art. 8 nella sua prima parte prende posizione sul problema, e come si è detto sceglie la soluzione più favorevole all'applicazione delle proprie regole, anche in contrasto con la legislazione nazionale in materia di insolvenza. Alla luce del secondo paragrafo si tratta però di una "rivincita" solo apparente. Il problema non è tanto legato alla salvezza delle regole che tutelano il concorso contro comportamenti fraudolenti delle parti del contratto di garanzia previsto dal paragrafo 2, lett. a), quanto dalla regola ivi contenuta secondo cui sono salve le regole sull'insolvenza, sostanziali e procedurali, che disciplinano l'ordine dei creditori. Questa regola espone il beneficiario al rischio che il giudice consideri rilevanti non solo le regole della legge fallimentare che disciplinano l'ordine delle garanzie, ma anche quelle regole sostanziali che ne costituiscono il presupposto. In particolare esiste il pericolo che il giudice proceda alla riqualificazione di una garanzia finanziaria come garanzia tipica, e qualora accerti la mancanza dei requisiti previsti dalla legge nazionale per la validità o opponibilità ai terzi la releghi a un rango più basso di quello atteso dal creditore. Ad esempio, se le parti concludono un outright transfer in funzione di garanzia, valida in base alla legge individuata in base al PRIMA; è possibile che il giudice facendo leva sulla previsione dell'art. 8, paragrafo 2, lett. a) giudichi la validità della garanzia in base al proprio diritto nazionale il quale potrebbe non riconoscere la validità di questa specie di garanzie.

Ancora più ambiguo è il significato della lett. b), che fa riferimento alla tutela dei diritti in seguito all'apertura della procedura concorsuale. La lettura più semplice è considerare la regola come un completamento del paragrafo 1, il quale limita il proprio ambito di applicazione alle sole vicende conclusesi prima dell'apertura del concorso. In realtà questa interpretazione non può essere accolta, perché l'avverbio after non si riferisce ai rights ma all'enforcement, e pertanto la norma va letta nel senso che l'enforcement dei diritti, di cui non viene specificato l'oggetto, in seguito all'apertura della procedura concorsuale non è pregiudicata dalle norme della Convenzione.

10. Il rapporto con le norme di ordine pubblico e di applicazione necessaria. L'art. 11 contiene una norma il cui contenuto potrebbe avere un significativo impatto sulla reale capacità della Convenzione di regolare le questioni esaminate nei capitoli precedenti e in particolare sul grado di tenuta delle norme convenzionali nel caso di apertura di una procedura di insolvenza.

La norma che desta le maggiori preoccupazioni è contenuta nel paragrafo 1, che stabilisce che l'applicazione della legge individuata in base alle regole della Convenzione può essere rifiutata quando gli effetti dell'applicazione della legge straniera sarebbero contrari alle norme di "public policy of the forum", di modo che le norme della Convenzione appaiono espressamente subordinate all'ordine pubblico interno. Il principale pericolo per l'applicazione della legge indicata dalle parti è costituito dal potere del giudice di considerare non vincolante la legge scelta in nome dell'ordine pubblico. In particolare, con riferimento alle garanzie reali attuate sia mediante la costituzione di una garanzia tipica sia mediante outright transfer sussiste il pericolo che il giudice consideri inefficace una garanzia costituita in conformità alla legge scelta dalle parti ma difforme dalle regole nazionali che prescrivono determinati requisiti per la forma di tali garanzie. L'art. 11 riconosce al paragrafo 1 questo potere del giudice, ma tenta di mitigarlo con quanto previsto dal paragrafo 3, e cioè che le disposizioni dell'art. 11 non possono essere lette nel senso che è permessa l'applicazione "of provisions of the law of the forum imposing requirements with respect to perfection or relating to provities between competing interests, unless the law of the forum is the applicable law under this Convention". In apparenza la regola mira a risolvere proprio il problema sopra indicato, cioè evitare che il giudice invocando il paragrafo I consideri non valida o efficace la garanzia in base al proprio diritto nazionale invocando l'ordine pubblico interno. Occorre però considerare che l'art. 11 va letto in coordinamento con quanto previsto dall'art. 8 circa i rapporti della Convenzione con le procedure di insolvenza e cioè che le regole convenzionali non pregiudicano le norme sostanziali o processuali previste dal diritto nazionale in materia di insolvenza che abbiano per oggetto a) l'ordine dei creditori: b) la tutela della massa contro atti preferenziali o fraudolenti; c) l'esecuzione. Potrebbe essere agevole per l'organo della procedura concorsuale fare considerare un atto che viola le regole nazionali in tema di formalità costitutive come un atto preferenziale, anche quando questo sia stato posto in essere in conformità a un diritto straniero, soprattutto se si considera che il criterio di collegamento adottato dalla direttiva è nei fatti rappresentato dalla volontà delle parti.

Il considerevole restringimento dell'ambito di applicazione della Convenzione è completato dalla regola dell'art. 11, paragrafo 2 che fa salva in ogni caso l'applicazione delle internationally mandatory rules cioè delle regole nazionali che "irrespective of rules of conflict of laws must be applied even to international situations". Il riferimento è alle c.d. norme di applicazione necessaria cioè a quelle norme "alla cui applicazione in ragione della particolarità del loro contenuto, del loro rango e della loro particolare intensità valutativa l'ordinamento statale ha un interesse tanto rilevante da tendenzialmente escludere che vengano derogate mediante il richiamo di un diritto

straniero"<sup>151</sup>. È noto che il criterio in base al quale identificare le norme di applicazione necessaria costituisce forma oggetto di un dibattito dottrinale non ancora sopito, con la conseguenza che gli esatti confini della Convenzione in esame ne risultano alquanto offuscati.

<sup>&</sup>lt;sup>151</sup> MENGOZZI, P., op. cit., p. 13.

### CONCLUSIONI

1. Il legal risk delle transazioni del mercato over – the – counter come fonte di rischio sistemico. La principale ragione della disciplina positiva dei modi attraverso i quali l'autonomia privata disciplina le conseguenze del default delle transazioni del mercato OTC risiede nel rischio sistemico che l'incertezza legale sull'efficacia di tali procedure comporta.

Le possibili ragioni del legal risk, inteso quale "possibility of an unexpected application of a law/regulation or because a contract cannot be enforced" papaiono riconducibili da un lato alla struttura del settlement, dall'altro alle caratteristiche delle legislazioni nazionali in materia di procedure concorsuali.

Nel primo gruppo possono essere collocate le questioni relative all'individuazione della legge applicabile ai diritti su strumenti finanziari in regime di deposito accentrato e quelle relative alla qualificazione e alla validità delle garanzie realizzate mediante outright transfer. Nel secondo gruppo si pongono le questioni relative alla validità delle transazioni concluse nel periodo sospetto che precede la dichiarazione di apertura di una procedura concorsuale, quelle sulla validità ed efficacia dei diversi accordi di netting, e il problema collegato degli effetti della procedura concorsuale sul contratto di garanzia finanziaria e sugli accordi di netting.

La soluzione dei problemi sopra segnalati attraverso un intervento legislativo è apparsa come l'unica praticabile sia agli organi istituzionali incaricati di studiare il fenomeno, sia alla dottrina giuridica, sia alle associazioni rappresentative dei soggetti a vario titolo interessati all'organizzazione e al funzionamento del mercato *OTC*. Ciò ha posto il problema di individuare regole adeguate.

2. La disciplina positiva. Gli aspetti critici. La disciplina positiva degli accordi in materia di insolvenza appare riconducibile a due diversi sistemi di regole, spesso confluite all'interno del medesimo provvedimento, corrispondenti alle possibili ragioni di legal risk.

Da un lato si pongono le norme relative alla legge applicabile al trasferimento o alla costituzione di diritti su strumenti finanziari in regime di deposito accentrato, che hanno formato oggetto di un ampio dibattito dottrinale e istituzionale culminato

THE GIOVANNINI GROUP, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001, p. 18.

nell'adozione del place of the relevant intermediary approach da parte della legislazione comunitaria e della Convenzione elaborata dalla Conferenza dell'Aja. Sebbene il criterio costituisca una notevole evoluzione rispetto al precedente vuoto normativa, il ricorso al PRIMA dà luogo ad alcuni inconvenienti che, essendo legati alla struttura stessa della regola, appaiono difficilmente superabili anche con correttivi legislativi. In primo luogo, essendo una norma sul conflitto di leggi, il PRIMA non impedisce il rinvio a leggi che vietino i contratti di garanzia finanziaria, ovvero che dettino per questi una disciplina meno favorevole rispetto a quella prevista dalla direttiva sui collateral arrangements. In secondo luogo, esso non risolve il problema della pluralità di titolari del medesimo strumento finanziario (c.d. p37 problem).

Il secondo gruppo di norme è rappresentato dalle misure eccezionali con cui viene riconosciuta la piena efficacia degli accordi delle parti in merito alle conseguenze del *default*, in particolare nel caso in cui la controparte inadempiente sia sottoposta a procedure concorsuali.

La scelta di riconoscere pienamente i contratti di garanzia finanziaria appare dotata di una fortissima connotazione politica, in quanto crea un *privilegio* a favore della controparte del contratto di garanzia finanziaria in danno dei creditori dell'insolvente privi di garanzie. Questo risultato, che si giustifica con l'esigenza di prevenzione del rischio sistemico che l'incertezza sulla validità ed efficacia degli accordi di garanzia comporta<sup>153</sup>, non appare esente da critiche sia sul metodo seguito, sia sulle scelte tecniche effettuate.

Dal primo punto di vista, come segnalato all'interno del rapporto del Giovannini Group, l'iter legislativo per l'adozione della direttiva sui contratti di garanzia finanziaria è stato caratterizzato da una bassa considerazione delle potenziali conseguenze negative delle scelte compiute sui diritti di soggetti terzi rispetto all'accordo. La natura altamente tecnica delle questioni trattate è chiaramente insoddisfacente quale motivo di tale modus operandi così come non risultano del tutto convincenti le altre giustificazioni addotte a favore delle scelte legislative compiute.

Data questa premessa risultano ancora più gravi le scelte tecniche effettuate nella redazione delle norme. L'ambiguità delle regole comunitarie, solo in parte risolta in sede di recepimento, è tale da tutelare anche i soggetti che in mala fede abbiano compiuto operazioni nel periodo sospetto. A questo va aggiunto che non esiste la

Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries, sulle quali si rinvia al capitolo quarto.

concreta possibilità per soggetti esterni alle controparti del contratto di conoscere la natura e i termini esatti della garanzia poiché il riconoscimento dell'autonomia negoziale è completo nella direttiva sui collateral arrangements, mentre nella legge italiana incontra il solo limite della presunzione di conformità alla ragionevolezza commerciale nel caso di contratti di garanzia elaborati dalle associazioni di categoria che siano stati riconosciuti dalle Autorità di vigilanza.

3. Il problema di una soluzione definitiva al problema del legal risk nel mercato OTC. Di fronte ai problemi sopra indicati alcuni organi istituzionali si sono interrogati se una soluzione definitiva sia possibile.

Per quanto riguarda il problema della legge applicabile, la creazione di un regime uniforme è apparsa come l'unica strada effettivamente praticabile. Una prima indicazione in questo senso proviene dalla proposta di un EU Securities Account Certainty project da parte del secondo rapporto Giovannini. Occorre tuttavia considerare che la creazione di uno statuto speciale degli strumenti finanziari presuppone non solo una forte volontà politica, ma altresì un notevole sforzo organizzativo per realizzare il consolidamento delle strutture comunitarie di settlement che rappresenta il necessario fondamento di una disciplina uniforme mentre allo stato si cerca ancora di realizzare l'integrazione delle stesse, come riconosciuto dallo stesso rapporto.

Una possibile soluzione del secondo gruppo di problemi potrebbe risiedere, secondo la proposta dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, nel ricorso ad una Central Counterparty unica per le transazioni nel mercato OTC, secondo il modello dei mercati regolamentati. I vantaggi dell'impiego di una controparte centrale risiedono soprattutto nella diversa allocazione del rischio dell'insolvenza la quale viene sopportata dai partecipanti al sistema di garanzia pro quota<sup>154</sup>. Anche in questo modo, tuttavia, il problema non verrebbe del tutto risolto in quanto alla CCP dovrebbe essere a sua volta riconosciuto uno speciale privilegio sugli assets dell'insolvente per recuperare nell'ambito della procedura concorsuale quanto dovuto al sistema.

Settlement procedures and counter party risk management – Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro Currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, September 1998 (http://www.bis.org/publ/cpss27.pdf) e in particolare p. 14 con riferimento al legal risk.

# BIBLIOGRAFIA DOTTRINA

## Α

A.A.V.V., La vigilanza sull'attività bancaria internazionale, in Banca, Impresa, Società, 1984, p. 3.

A. A. V. V., L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli, Padova, 1989.

, A.A.V.V., Electronic cash and payment schemes: digitising the future, in JIBFL, 1997, p. 103.

A.A.V.V., Problems of Enforcement in the Multinational Securities Market Roundtable, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1987, p. 1.

A.A.V.V., The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Supplement to JIBFL September 1998.

A.A.V.V., Cross - border securities collateralisation: a question of jurisdiction, in JIBFL, 1996, p. 410.

A.A.V.V., Symposium: Japanese Capital Markets, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1990/91, p. 1.

A.A.V.V. Cross - border insurance insolvencies: the search for a forum, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1990/91, p. 303.

A.A.V.V., Le trust, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1996, p. 132.

A.A.V.V., Impact of the cessation of payments and relation - back period on international loans, securities and transactions: a synopsis of the situation in Italy, England and France, in JIBL, 1997, p. 132.

A.A.V.V., Le droit américain et les transactions internationales de valeurs mobilières, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2001, p. 190.

A.A.V.V., Opération sur instruments cotés, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2002, p. 43.

A.A.V.V., La loi n. 99 - 532 du 25 juin 1999 relative à l'éprague et à la sécurité financière, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, p. 136.

AALBREGISE, J. M., Internationalization of the securities markets - Moving away from Section 5, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1988, p. 225.

A B. I., Linee di riforma della legge fallimentare, in Bancaria, 2000, n. 10, p. 10.

A. B. I., Banche e servizi di pagamento: tendenze recenti, in Bancaria, 2000, n. 11, p. 76.

ABRAHAMSON, J., The digital future of money: a US perspective, in JIBFL, 1997, p. 416.

AIROLDI, A., Pegno di titoli conferiti alla Monte Titoli, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, I, p. 367.

ANDERSON, H., Cross - norder leasing transactions: english insolvency law considerations, in JIBFL, 1997, p. 462.

ANDERSON, K., The cross - border insolvency paradigm a defense of the modified universal approach: considering the japanese experience, in The University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, 2000, p. 679.

ANGELICI, C., Osservazioni sul Libro Bianco della Commissione C.E.E. sul Mercato Comune dei Servizi Finanziari, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, II, p. 307.

ANGELICI, C., Le azioni, in P. SCHLESINGER, Commentario al codice civile, Milano, 1992, p. 346.

ANGELINI, P., An assessment of systemic risk in the italian clearing system, Roma, 1993. ANTONUCCI, A., La consegna dei titoli al cliente nell'ordine di borsa, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1993, I, p. 200.

ASSAYA, L., Validité des opérations d'equity swap au regarde de la prohibition des pactes léonins, in Banque et Droit, 2002, n. 82, p. 25.

ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, Norme relative alle operazioni di IRS e DCS tra aziende di credito e/o società finanziarie, Novembre 1991.

Atti del Convegno, Il recepimento in Italia della Direttiva sulla Settlement Finality: il d. lgs. 12 aprile 2001, n. 210, Milano 13 settembre 2001.

В

BAFFOY, G., Le pret de consommation des titres de sociétés, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1998, p. 77.

BAGLIONI, A., La tutela della concorrenza nel settore dei pagamenti: principi teorici e decisioni dell'autorità, in Banca, Impresa, Società, 1999.

BALLARINO, T.; BONOMI, A., Sulla disciplina delle materie escluse dal campo di applicazione della Convenzione di Roma, in Riv. Dir. Internazionale, 1993, p. 948.

BALLARINO, T., Diritto internazionale privato, II ed., Padova, 1996, p. 714.

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, Rapporto su regolamenti internazionali in titoli, Basilea, 1995.

Banca dei Regolamenti Internazionali - Compensazioni multilaterali, in Bancaria, 1950, p. 768.

Banca dei Regolamenti Internazionali - Compensazioni multilaterali, in Bancaria,

BARCROFT, P. A., Derivatives and market disclosure - Leaving no stone unturned, in JIBFL, 1998, p. 131.

BARON, F., Le date de naissance des créances contractuelles à l'épreuve du droit des procédures, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 2001, p. 1.

BELCHAMBERS, A., The futures and options association: a profile, in European Financial Service Law, 1996, 5 p. 1.

BENEDETTELLI, M. V., Commento all'art. 57, in Le nuove leggi civili commentate, 1996, p. 1376.

BENJAMIN, J., Cross - Border Proprietary Rights: Taking Security and Insolvency, in JIBFL 1997, p. 6.

BENJAMIN, J., Immobilised Securities: where are they?, in JIBFL, 1998, p. 85.

BENJAMIN, J., The Law of the Global Custody, London, 1996.

BENJAMIN, J., Interests in Securities. A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets, Oxford, 2000.

BENJAMIN, J., Recharacterisation Risk and Conflict of Laws, in JIBFL, 1997, p. 513.

BERLANDA, M., NIGRA, M., Scambi organizzati di strumenti finanziari: un'opportunità per il sistema bancario, in Bancaria 1999, n. 5, p. 48.

BERNARDINI, P., Il rischio di cambio nei contratti internazionali, in Diritto del Commercio Internazionale, 1989, p. 3.

BESSE, A; GAUVIN, A., Les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, p. 236.

BESSE, A; GAUVIN, A., Licéité des dérivés de crédit en droit français, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, p. 45.

BESSE, A., AUCKENTHALER, F., French "Repo" Transactions, in JIBFL, 1995, p. 83
BETTELHEIM, E., Collateral in Euroclear and Cedel: a legal comparison, in JIBFL, 1998, p. 363.

BIANCHI D'ESPINOSA, L., Fallimento e contratti di borsa, in Dir. Fall., 1969, I, p. 5.

BIANCHI D'ESPINOSA; L, Esecuzione Coattiva dei contratti di Borsa, in Enc. Dir., XV.

BIENENSTOCK, P., NEJMAN, G., Taking Collateral in Euroclear Securities: Title Transfer or Pledge, in JIBFL, 1998, p. 509.

BIGIAVI, W, Riporto, fallimento, compensazione, in Banca, Borsa, tit. cred., 1976, II, p. 281.

BLAIR, W., Liability Risk in Derivatives Sales, in JIBL, 1996, p. 18

BLAIR, W., OLIVE, C. D., Derivatives Sales Liability: approach of the English and U. S. Courts, in JIBL, 1996, p. 263.

BLOCH, J., Profili contabili e fiscali dei titoli strutturati e dei "reverse convertible", in Corr. Trib., 2000, n. 30.

BONFATTI, S., Definitività delle operazioni compiute nell'ambito dei sistemi di pagamento e procedure concorsuali, in Fallimento, 2001, p. 861.

BONFATTI, S., Le procedure concorsuali e le garanzie bancarie, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1996, I, p. 32.

BONFATTI, S., FALCONE, G., La concertazione per la soluzione delle crisi d'impresa: la "amministrazione bancaria" ed il nuovo codice di comportamento bancario sulla gestione delle crisi aziendali, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2000, p. 365.

BONNEAU, T., Le droit des faillites bancaries et financières: état des lieux, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, p. 2.

BONNEAU, T., De l'adaptation de contrats bancaires et financières types étrangers en droit française, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2001, p. 3.

BONOMI, Il nuovo diritto internazionale privato dei contratti: la Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 è entrata in vigore, in Banca Borsa e tit. cred., 1992, I, p. 48.

BOOTH, C. D., Hong Kong Insolvency Law Reform: Preparing for the next Millennium, in The Journal of Business Law, 2001, p. 126.

BORK, R., Die Aufrechnung im Internationalen Insolvenzverfahrensrecht, in ZIP, 2002, p. 690.

BREEDEN, R. C., La supervisione dei mercati delle attività derivate, in Banca, Impresa, Società, 1994, p. 435.

BRIZI, R., Efficienza e affidabilità dei sistemi di pagamento di importanza sistemica: i nuovi principi fondamentali, in Bancaria, 2000, n. 12, p. 62.

BRIOLINI, F., Commento all'art. 85 del T. U. F., in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), Commentario al Testo unico della finanza, Vol. I, Intermediari e mercati, Torino, 2002, p. 679.

BROWN, C., Legal, documentation and regulatory issues of credit derivatives, in JIBFL,

1997, p. 119.

Brown, C., Regulating Credit Derivatives, in European Financial Service Law, 1996, p. 246.

BROWN, C., O'NEILL, J., Legal Risk Analisys for Repurchase Transactions in Emerging Markets, in JIBFL, 1997, p. 210.

BRUNETTI - PONS, C., La spécificité du régime des contrats en cours dans les procédures collectives, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 2000, p. 783.

BUFFA, F., Il mercato telematico di Borsa: la conclusione del contratto, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1991, I, p. 532.

BURM, H., Some legal aspects in cross - border repurchase transactions involving immobilised securities, Part 1, in JIBFL, 2000, p. 366.

BURM, H., Some legal aspects in cross - border repurchase transactions involving immobilised securities, Part 2, in JIBFL, 2000, p. 415.

BUSH, J., The PSA - ISMA Agreement: an analysis of the principal terms, in JIBFL, 1997, p. 33.

C

CAILLEMER DU FERRAGE, A., La reve familier du global netting à la française - la reforme de l'article 431 - 7 du code monétarie et financier par la loi NRE, in Banque et Droit, 2001, n. 79, p. 3.

CAILLEMER DU FERRAGE, A.; GOUTAY, P., Obligation de concentration et produits dérivés, in Banque et Droit, 2000, n. 69, p. 3.

CALEFFI, L., Il contratto di prestito titoli (securities lending), in Bancaria, 1995, n. 3, p. 56.

CALLEGARO, F., Il Testo Unico della Finanza e la gestione accentrata di strumenti finanziari, in Bancaria, 2000, n. 1, p. 38.

CALNAN, R., Property, Securities and Possession in Insolvency Law: Re Casslett (Contractors) Limited, in JIBFL, 1997, p. 530.

CALNAN, R., Securities over Deposits after Re BCCI (No 8), in JIBFL, 1996, p. 111.

CALNAN, R., Proprietary Claims in Insolvencies, in JIBFL, 1995, p. 365.

CALNAN, R., The Insolvent Bank and Security over Deposits, in JIBFL, 1996, p. 185.

CALNAN, R., Security over Deposits again: BCCI (No 8) in the House of Lords, in

JIBFL, 1998, p. 125.

CANU, V.; DE SAINT MARS, B., Intermédiation financière et droit des procedures collectives, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1998, p. 119.

CAPALDO, L., La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari, in Bancaria, 1993, n. 2, p. 49.

CAPALDO, L.,, Osservazioni su un'ipotesi legislativa di pegno senza spossessamento (in appendice: l. 24 luglio 1985, n. 401; D. M. 30 ottobre 1985; D. M. 30 novembre 1985), in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, I, p. 455.

CAPONI, R., Il regolamento comunitario sulle procedure di insolvenza, in Foro it., V, 2002, p. 220.

CAPUTO NASSETTI, F., Profili civilistica dei contratti derivati finanziari, Milano, 1997.

CAPUTO NASSETTI, F., Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps, in Diritto del Commercio Internazionale, 1992, p. 69.

CAPUTO NASSETTI, F., "Interest rate swaps" e "interest rate and currency swaps", in Diritto del Commercio Internazionale, 1990, p. 675.

CAPUTO NASSETTI, F., Considerazioni sull'introduzione dell'International Foreign Agreement "IFEMA" nei mercati finanziari, in Diritto del Commercio Internazionale, 1996, p. 117.

CAPUTO NASSETTI, F., La segregation nei mercati finanziari internazionali: garanzia vera o apparente, in Diritto del Commercio Internazionale, 1995, p. 349.

CAPUTO NASSETTI, F., Profili legali delle opzioni sul tasso di interesse: CAP, FLOOR, CORRIDONR, COLLAR, PRA e opzioni su FRA, in Diritto del Commercio Internazionale, 1993, p. 873.

CAPUTO NASSETTI, F., Considerazioni in tema di swaps, in Diritto del Commercio Internazionale, 1993, p. 321.

CARBONE, S. M., Una nuova ipotesi di disciplina italiana sull'insolvenza transfrontaliera, in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, p. 591.

CARBONE, S. M., Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni, in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, p. 3.

CARBONE, S. M., Il c.d. fallimento internazionale tra riforma italiana del d.i.p. e normativa di diritto uniforme, in Dir. Comm. Int., 1998, p. 663.

CARDARELLI, M. C., Osservazioni sulla L. 19 giugno 1986, n. 289, sull'amministrazione accentrata di valori mobiliari attraverso la "Monte Titoli s. p. a.", in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, II, p. 32.

CARDARELLI, M. C., Osservazioni sulla Deliberazione 18 febbraio 1987, n. 2723 della Consob, con norme di attuazione della l. 19 giugno 1986, n. 289 sulla Monte Titoli, in

Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, II, p. 275.

CARNELUTTI, F., Fallimento e Operazioni di Borsa, in Riv. Dir. Civ., 1933, I, p. 2.

CAROSIO, G., Le tendenze nella regolamentazione internazionale e nazionale del rischio di credito, in Bancaria, 1999, n. 3, p. 24.

CARRIERO, G., La vigilanza della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti, in Rivista di diritto dell'impresa, 1999, p. 93.

CASSON, P., BIS Strategy for Dealing with Foreign Exchange Settlement Risk, in JIBFL, 1996, p. 326.

CASTIELLO D'ANTONIO, A., Lineamenti della liquidazione forzata delle banche, in Rivista di diritto dell'impresa, 1995, p. 449.

CASTIELLO D'ANTONIO, A., Sulla chiusura della procedura di concertazione interbancaria per la composizione stragiudiziale delle crisi d'impresa, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2000, p. 577.

CASTIELLO D'ANTONIO, A., La disciplina concorsuale dell'attività fiduciaria: profili sistematici e ricostruttivi, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1989, I, p. 142.

CELLE, P., Commento all'art. 59 della l. n. 218 del 1995, in Le nuove leggi civili commentate, 1996, p. 1397.

CENTRALE DEI BILANCI (a cura di), Alberi decisionali e algoritmi genetici nell'analisi del rischio di insolvenza, in Bancaria, 1998, n. 1, p. 74.

CERVONE, E., Una nuova configurazione del sistema di deposito secondo il progetto Monte Titoli, in Bancaria, 2000, n. 4, p. 54.

CHAMBERLAIN, M., The legal framework within with UK Exchanges and Clearing Houses operate, in European Financial Service Law, 1997, p. 20.

CHATTERJEE, C., The independence of Contracts of Guarantee from the underlying contract, in JIBL, 1995, p. 130.

CHATTERJEE, C., Use of derivatives by public bodies: law and ethics, in JIBL, 1996, p. 155.

CHEEVER, G., Australian International Bankruptcy Law, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1990/91, p. 153.

Clearing - effetti del pagamento, in Bancaria, 1951, p. 806.

Clearing - aspetti e problemi generali, in Bancaria, 1955, p. 453

CLIFFORD CHANCE, Comparison of the main Provisions of TBMA ISMA and EMA.

COATES, K.; HAMILTON, J., The impact of the third Insurance Directives upon the use by insurance companies of derivatives, in European Financial Service Law, 1995, p. 2.

COLTRO CAMPI, C., Lineamenti di diritto di Borsa e rassegna di giurisprudenza,

Milano, 1985.

COLTRO CAMPI, C, Riporto, fallimento (e compensazione): una controversia risolta e alcuni problemi aperti, in Banca, Borsa, tit. cred., 1976, II, p. 29.

COMITTEE ON PAYMENTS AND SETTLEMENT SYSTEMS OF THE CENTRAL BANKS OF THE G-10, Report of the Comittee on Payments and settlement systems of the Central Banks of the G-10, Basel, 1996.

COMMISSIONE FINANZE DELLA CAMERA DEI DEPUTATI, Relazione della seduta del 23 gennaio 2001, intervento del sotto segretario MORGANDO, Roma, 23 gennaio 2001.

COMMITTE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS - BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, Core Principles for systemically Important payment systems, Washington, 2001.

COMPORTI, C., Le disposizioni dell'ISVAP sull'utilizzo di strumenti derivati da parte di imprese di assicurazione (nota a ISVAP, disposizioni del 19 luglio 1996), in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1998, II, v. 101.

Contratti di borsa – Riporto, in Bancaria, 1970, p. 116.

Contratti di borsa – Riporto, in Bancaria, 1958, p. 354.

Contratti di borsa - titoli, compravendita, in Bancaria, 1970, p. 1116.

Contratti di borsa - titoli, compravendita, in Bancaria, 1950, p. 1138.

Contratti di borsa - titoli, compravendita, in Bancaria, 1947, p. 204.

Contratti di borsa - tipi e disciplina, in Bancaria, 1955, p. 450.

Contratti di borsa - liquidazione coattiva contro l'inadempiente, in Bancaria, 1957, p. 474.

Contratti di borsa - liquidazione coattiva contro l'inadempiente, in Bancaria, 1952, p. 994.

Contratti di borsa - fissati bollati, in Bancaria, 1974, p. 1358.

Contratti di borsa - fissati bollati, in Bancaria, 1970, p. 1116.

Contratti di borsa - fissati bollati, in Bancaria, 1969, p. 259.

Contratti di borsa - deposito di copertura, in Bancaria, 1954, p. 811.

Contratti di borsa - tipi e disciplina, in Bancaria, 1949, p. 673.

Contratti di borsa - a premio semplice, in Bancaria, 1952, p. 994.

Compensazione privata - forma atipica, in Bancaria, 1952, p. 626.

Compensazione privata - danni, in Bancaria, 1952, p. 626.

Contratti di borsa – differenziali, in Bancaria, 1951, pp. 280 e 401.

Contratti di borsa – differenziali, in Bancaria, 1954, p. 811.

Contratti di borsa - esecuzione coattiva, in Bancaria, 1973, p. 780.

CORCORAN, A. M., Prudential Regulation of OTC derivatives - lessons from the

exchange - traded sector, in European Financial Service Law, 1995, p. 274.

COSTI, R., Unione Monetaria Europea e ordinamenti nazionali della moneta, del credito e dei sistemi di pagamento, in Banca, Impresa, Società, 1990, p. 65.

COTTINO, G., Effetti del fallimento sui contratti di cui agli artt. 73 3 77 l. fall. In corso di esecuzione, in Dir. Fall., 1965, I, p. 24.

COURANT, E., Utilisation des products dèrivès de grè a grè par les OPCVM, in Banque et Droit, 2001, n. 72, p. 16.

CPSS - IOSCO, Reccomandations for securities settlement systems, Consultative Report CPSS - IOSCO, January 2001.

CRISPO, M., Effetti del fallimento sui contratti di borsa a premio, in Riv. Dir. Comm., 1973, I, p. 297.

D

DAIGRE, J. J., Le nouvelles régles de marché, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2001, p. 213.

DALE, R., Risk Management in US derivatives Clearing Houses, in European Financial Service Law, 1998, p. 173.

DALE, R., Reforming Japan's Payment, Clearing and Settlement Systems, Part II: Securities and Derivatives Settlement, in JIBL, 1999, p. 230.

DALE, R., Clearing and Settlement Risk in Global Securities Market: the case of CEDEL, in JIBL, 1998, p. 348.

DALE, R., Derivatives Clearing Houses: the Regulatory Challenge, in JIBL, 1997, p. 46. DALE, R., Derivatives: the new regulatory Challenge, in JIBFL, 1995, p. 5.

DALE, R., Controlling Risk in Large Value Interbank Payment Systems, in JIBL, 1997, p. 426.

DALE, R., Reforming Japan's Payment, Clearing and Settlement Systems, Part I: Large Volume Inter - Bank Payment Systems, in JIBL, 1999, p. 177.

D'AMBROSIO, C., Definitività del regolamento avente ad oggetto strumenti finanziari, in Commentario al TUF sub art. 71 a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, p. 680.

DAMASCELLI, D., Il rinvio "in ogni caso" a convenzioni internazionali nella nuova legge di diritto internazionale privato, in Riv. Dir. Internazionale, 1997, p. 84.

DANIELE, L., Legge applicabile e diritto uniforme nel regolamento comunitario relativo

alle procedure di insolvenza, in Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 2002, p. 33.

DARRINGER, B. S., Swaps, Banks and Capital: an analysis of swap risks and a critical assessment of the Basle Accord's treatment of swaps, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1995, p. 259.

DASSESE, M., Le quiproquos du netting, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1995, p. 107.

DASSESE, M., Taking Collateral over Euroclear Securities: a Belgian Pledge too far?, in JIBL, 1999, p. 141.

DASSESE, M., Netting at Risk?, in JIBFL, 1995, p. 18.

DE BEL, J., Automated trading systems and the concepts of an "Exchange" in an International Context Proprietary Systems (sic), in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1993/94, p. 169.

DE BIASI, P., Il netting nei contratti derivati, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1999, I, p. 232.

DE BOISSIEU, C., Le causes des defillances bancaires, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1996, p. 182.

DE CRISTOFARO, Il regolamento CE n. 1346/2000 relativo alle procedure di insolvenza, in FERRARI (a cura di), Le convenzioni di diritto del commercio internazionale, Milano, 2002, p. 375.

DE GHENGI, L.; SERVAES, B., Collateral held in Euroclear System: a Legal Overview, in JIBFL, 1999, p. 83.

DE LUCA, N., Poteri della società di gestione del mercato e poteri della CONSOB: la natura degli atti della società di gestione, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2000, p. 81.

DE LUMMEN, A., Contribution à l'étude des dérivées de crédit, in Banque et Droit, 2001, n. 75, p. 14.

DE LY, F., Lex mercatoria (new law merchant): globalization and international self regulation, in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, p. 555.

DE MAJO, Fallimento e contratti di borsa a premio, in Banca, Borsa, tit. cred., 1962, I, p. 189.

DE VAUPLANE, H., Sécurité et responsabilité des opérations sur les produits dérivés, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1995, p. 202.

DE VAUPLANE, H., Le coverture des opérations de bourse: une surete hybride, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1998, p. 197.

DE VAUPLANE, H.; BOHM, O., Les nouveantés en droit boursier et des marches

financiers, apportes par la loi sur les nouvelles régulations économiques, in Banque et Droit, 2001, n. 78, p. 3.

DERIVATIVES POLICY GROUP, Una proposta di autoregolamentazione dell'attività di negoziazione degli strumenti derivati "over - the - counter", in Banca, Impresa, Società, 1995, p. 473.

DEVESCOVI, F., L'eclissi dei diritti reali nei sistemi di gestione accentrata, in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 1997, II, p. 919.

DEVOS, D., The European Directive of 19 May 1998 on settlement finality in Payment and Securities settlement systems, in atti del convegno "Capital Markets in the Age of Euro", Genova, 10-11, novembre 2000.

DEVOS, D., Collateral transactions in payment and securities settlement systems: the EU framework, in Droit Bancaire et Financier, 2002, I, p. 10.

DEVOS, D., La protection juridique des systemes de payiment en cas de defaillance d'un partecipant, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, p. 11.

DI AMATO, S., Le procedure di insolvenza nell'Unione Europea: competenza, legge applicabile ed efficacia transfrontaliera, in Il fallimento, 2002, p. 603.

DI CHIO, G., Effetti del fallimento sui rapporti giuridici preesistenti, Commentario Scialoja - Branca, Legge Fallimentare, Bologna - Roma, 1979, p. 256.

DI SABATO, F., L'insolvenza come causa di risoluzione del contratto, in Rivista di diritto dell'impresa, 1996, p. 499.

DORDI, C., La Convenzione europea su alcuni aspetti internazionali del fallimento, la consacrazione dell'universalità limitata degli effetti delle procedure concorsuali, in Diritto del Commercio Internazionale, 1993, p. 617.

Dosa, E., Gli strumenti derivati e i recenti sviluppi dell'attività bancaria, in Bancaria, 1993, n. 10, p. 71.

DUFFET, C., Using Trusts in International Finance and Commercial Transactions, 1, in JITCP, 1992, p. 23.

Е

EARLEY, U., Set - off rights available to banks in Ireland, in JIBL, 1997, p. 153.

ENGEL, P., Introduction pratique au droit suisse du clearing, Genève, 1954.

EVANS, M., Opportunities for Collateralisation: recent and prospective Devolpments in Settlement, Part 1, in JIBFL, 1999, p. 365.

EVANS, M., Opportunities for Collateralisation: recent and prospective Devolpments in Settlement, Part 2, in JIBFL, 1999, p. 425.

F

FERRARA, F. JR; BORGIOLI, A., Il fallimento, V ed., Milano, 1995.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, Market Infrastructure (Consultation Document), January 2000.

FINN, P. D., The Fiduciary Principle, in YOUDAN, T. G. (ed), Equity, Fiduciaries and Trusts, Toronto, 1989.

FIRESEN, C. M.; LUSTGATEN, I. B.; PRESTI, V. J., The 1998 Basle Committee Supervisory Initiatives and the potential consequences on international banking activities, in JIBL, 1999, p. 55.

FLEISCHER, H., Borseneinfuhrung von Fochtgesellschaften, in ZHR, 2001, p. 513.

FERRI, G., La immissione di valori mobiliari nel sistema di amministrazione accentrata e i suoi effetti giuridici, in Riv. Dir. Comm., 1988, I, p. 252.

FORTUNATO, S., Liquidazione coatta della SIM e rapporti pendenti: il "patrimonio separato" della clientela e i relativi atti di amministrazione, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2000, p. 563.

Foy, A., The Netting of Financial Contracts Act 1995 - A Delectable Piece of Legislative Dynamite, JIBFL, in 1996, p. 234.

FUMAGALLI, L., Il regolamento comunitario sulle procedure di insolvenza: competenza internazionale, legge applicabile e riconoscimento delle decisioni straniere, in Riv. Dir. Proc., 2001, p. 677.

G

GABRIELLI, E., "Pinocchio", il "Grillo parlante" e il problema del pegno rotativo: spiegazioni ... a richiesta (fra il serio e il faceto), in Riv. Notar., 2002, p. 547.

GALANTI, E., Un seminario organizzato dalla B.R.I. sull'insolvenza delle banche e delle imprese finanziarie internazionali, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1998, I, p. 635.

GALGANO, F., Sull'insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta

amministrativa, in Rivista di diritto dell'impresa, 1989, p. 227.

GALVAO TELES, N., Securities Market Regulation in Portugal, in JIBL, 1996, p. 69.

GAZZONI, F., Il vestito dell'imperatore ("replica ossessiva" sul pegno rotativo), in Riv. Notar., 2002, p. 563.

GIANNINI, L.; PALASCIANO, C., Problemi contabili e fiscali dei contratti derivati: verso una soluzione, in Bancaria, 1993, n. 12, p. 45.

GIORDANO, G., Trasparenza informativa dei bilanci sugli strumenti derivati, in Bancaria, 2000, n. 2, p. 58.

GIRINO, E., I contratti derivati, Milano, 2002.

GISSINGER, P.; GAUVIN, A., Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, p. 132.

GOODE, R., The Nature and transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities, in JIBFL, 1996, p. 167.

MORDANO, G., Il prestito titoli nei bilanci della Banche e della disciplina di vigilanza, in Bancaria, 1995, n. 7-8, p. 52.

GOUTAY, P., Responsabilité des intermédiaires: compensation et règlement - livraison, in Banque et Droit, 2000, n. 70, p. 8.

GREENE, STEPHEN R., Suitability and the Emperor's new clothes, in European Financial Service Law, 1996, p. 53.

GROUP OF THIRTY, Clearance and Settlement System in the World's Securities Markets (c.d. G30 Report), 1989.

GRUNDMANN, S., Europäisches Handelsrecht, ZHK, 1999, p. 635.

GUALANDI, L., Monte Titoli, in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1988, p. 2.

GUINN; THAYER, Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws, London, 1996.

GUZZI, S., La Convenzione comunitaria sulle procedure di insolvenza: prime osservazioni, in Dir. Comm. Int., 1997, p. 901.

H

HAAG, H., The validity of netting and close - out netting agreements in Germany, in European Financial Service Law, 1996, p. 255.

HALL, M. J. B., The treatment of multilateral netting of forward value foreign exchange transaction under the Basle Capital Accord, in JIBL, 1997, p. 333.

HALL, M. J. B., The revised supervisory treatment of netting and potential exposure for Off-balance - sheet items under the Basle Capital Accord, in JIBL, 1996, p. 93.

HENDERSON, H., Cross Border Leasing Transactions: English Insolvency Law Considerations, in JIBFL, 1997, p. 462.

HAYTON, D. J., Law relating to Trust and Trustees, 15 the edn, London, 1995.

HENDERSON, S., Credit Derivatives - Part 1: the context, in JIBFL, 1998.

HENDERSON, S., Credit Derivatives - Part 2: selected documentation issues, in JIBFL

HENDERSON, S., Credit Derivatives - Part 3: selected legal issues, in JIBFL, 1999, p. 193.

HENDERSON, S., Derivatives Law as a Niche Area is Dead, in JIBL, 1997, p. 351.

HENDERSON, S., English Cases dealing with Settlement Provisions of the ISDA Master Agreement, in JIBFL, 2000, p. 190.

HALDENSTEIN, P., Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX), in JIBL, 1997, p. 486.

HEWITT, S. W. F., The Guernsey Law on Taking Security over intangible personal property, in JIBL, 1995, p. 16.

HUDSON, A., Swapping Ideas, in European Financial Service Law, 1995, p. 164.

HUDSON, A., The European Netting Directive, in European Financial Service Law, 1996, p. 309.

HUDSON, A., The European Settlement and Collateral Directive, in European Financial Service Law, 1996, p. 341.

HUDSON, A., Money as Property in Financial Transactions, in JIBL, 1999, p. 170.

HUDSON, A., Assessing Mistake of Law in Derivatives Transactions: Kleinwort Benson v. Lincoln City Council and the local Authority Swap Cases, in JIBL, 1999, p. 96.

HAL, N., Credit Support Agreements: an analysis of ISDA's latest Standardised Documentation, in JIBFL, 1996, p. 378.

Ī

INTERNATIONAL PRIMARY MARKETS ASSOCIATION (IPMA), Handbook.

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Model Netting Act.

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Credit Support Annex.

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Schedule (termination provisions).

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Paragraph 11 - Elections and Variables.

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Credit Support Protocol.

INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES ASSOCIATION, ISDA - Credit Support Annex.

INTERNATIONAL SECURITIES MARKET ASSOCIATION, ISMA - European Repo Market Survey - no. 1, June 2001.

J

JACKLIN, N., Sales Practice in Over the Counter Derivatives Transactions, in JIBFL, 1995, p. 181.

JACKLIN, N., US industry groups propose principles and practices for wholesale market participants, in European Financial Service Law, 1995, p. 133.

JAMES, S., Excluding obligations to derivatives counterparties, in European Financial Service Law, 1995, p. 17.

JAMESON, I.; LOUVEAUX, X., Cross - border Securities Collateralisation - Lenders Beware, in JIBFL, 1996, p. 465.

JOHNSON, A., Jurisdiction and Choice of Law in Claims for Restitution: some Lessons for Bankers and Banking Lawyers, in JIBL, 1999, p. 253.

JOHNSTONE, P.; JONES, M., Derivatives markets - are the current legal framework and law enforcement procedures effective?, in European Financial Service Law, 1999, p. 244.

JORIO, A., Per una riforma della legge fallimentare: soluzioni normative ed esperienze negli USA, in Germania e in Francia, in Rivista di diritto dell'impresa, 1995, p. 429.

K

KEYNES; J. M., Shaping the post world war: the clearing union, ed. by Donald

Moggridge, London, 1980.

KIRBY, M., CREST and Securities Law Reform, in JIBFL, 2000, p. 3.

KOLIFRATH, G., L'annexe AFB Révise en garantie, un outil de gestion des instruments financiers à terme, in Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1997, p.143.

KROLL, S. R., Some thoughts on law enforcement and stored value products, in JIBFL, 1997, p. 3.

KUBLER, F, Regulatory Problems Internationalizing Trading Markets, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1987, p. 107.

L

LADBURY, R.; MASON, C., Automated Securities Clearing in Australia, in JIBFL, 1995, p. 221.

LANTELME, M., Il TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement (versione 2000), in Mondo Bancario, novembre / dicembre 2001, p. 23.

LAUDE, A., La Fonigibilité, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1995, p. 307.

LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER, Fiduciary Duties and Regulatory Rules, May 1992, p. 27.

LEMON, A., Early termination payments under the 1992 ISDA Master Agreement, in JIBL, 2001, p. 84.

LENER, R, Il momento di apertura della procedura di insolvenza e l'irretroattività dei suoi effetti sugli ordini di trasferimento. Relazione al convegno organizzato dall'Associazione bancaria italiana sul tema: "Il recepimento in Italia della direttiva sulla settlement finality: il d. lgs. 12 aprile 2001", Milano, 13 settembre 2001, in Banca borsa tit. cred., I, 2002, p. 137.

LENER, R., La dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema monte titoli, Milano, 1989.

LENER, R., La dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema monte titoli, Milano, 1989.

LEON, R., Futures Regulation: customer classification or product classification, in European Financial Service Law, 1995, p. 123.

LITTLE, T., Suitability, the courts and the code, in European Financial Service Law, 1996, p. 119.

LOMINKA, E. (ed.), Making the financial services authority accountable, in The Journal of Business Law, 2000, p. 65.

LONGSTRETH, B., Global Securities Markets and the SEC, in The University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 1988, p. 183.

M

MACCARONE, S., Gli indirizzi comunitari in materia di sistemi e mezzi di pagamento, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1993, I, p. 133.

MACCARONE, S., I contratti bancari di liquidità, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1987, I, p. 35.

MALATESTA, A., Considerazioni sull'ambito di applicazione della Convenzione di Roma: il caso dei titoli di credito, in Riv. Dir. Int. priv. e proc., 1992, p. 899.

MAMMOLA, M.; SABADINI, G., L'istituzione del mercato dei future sugli indici di Borsa in Italia: aspetti normativi e regolamentari, in Bancaria, 1995, n. 5, p. 72.

MARTELLA, M.; RISSOLO, L., Il mercato telematico dei depositi interbancari: trasferimenti di fondi, arbitraggi e gestione bancaria, in Bancaria, 1995, n. 7-8, p. 84.

MARTINI, N., I contratti di borsa, in Bancaria, 1949, p. 673.

MARTORANO, F., Titoli di credito, II ed., Milano, 1994.

MASERA, R., Rischio controparte e rischio finanziario in mercati integrati: separatezza e intrecci, in Bancaria, 1993, n. 6, p. 7.

MATTURRI, La liquidazione coattiva dei contratti di borsa, Milano, 1983.

MAYER, B.; PLATT DERIVATIVES GROUP, The use of derivatives by Public Companies: Disclosure and Supervision in the United States, in JIBL, 1995, p. 11.

MAZZINI, F., Riconosciuta la definitività degli ordini di trasferimento, Guida Normativa, 19 giugno 2001, p. 16.

MAZZINI, F., L'attuazione delle direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 2001, n. 4, p. 165.

MAZZOCCA, D, Manuale di diritto fallimentare, , III ed., Napoli, 1996.

MC KNIGHT, A., Brumark: the difference between fixed and floating charge, in JIBL, 2001, p. 157.

MENGOZZI, P., Diritto internazionale privato italiano, Torino, 1987.

MENTHA, J., Legal Risk associated with acting as a Global Custodian - Mitigating the

Risk, in JIBFL, 2000, p. 122.

MESSINEO, F, L'art. 76 l. f. e la risoluzione del contratto di riporto, in Banca, Borsa, tit. cred., 1941, I, p. 69.

MINERVINI, G., Note sul contratto di deposito nel sistema Monte Titoli, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1990, I, p. 272.

MINERVINI, G., Sistema Monte Titoli e pegno di titoli di credito, in Banca, Borsa e tit. cred., 1990, I, p. 149.

MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, Progetto di legge delega per la riforma della legge fallimentare, in Rivista di diritto dell'impresa, 1991, p. 147.

MITCHELL, A. D., Towards compatibility: the future of electronic commerce within the global trading system, in Journal of International Economic Law, 2001, p. 683.

MOLITERNI, F., I sistemi di pagamento dalla direttiva 98/26/CE a TARGET (sistema trans – europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale), in Diritto del Commercio Internazionale, 2000, p. 703.

MONACO, R., L'efficacia della legge nello spazio, Torino, 1964.

MONTE TITOLI (a cura di), Gestione accentrata ed efficienza dei mercati mobiliari, Roma, 1997.

MONTGOMERY, J., Le Clearing Banks dal 1952 al 1977: un'era di progresso, in Bancaria, 1977, p. 1033.

MORGAN GUARANTY REPORT, Cross - Border Clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 Reccomandations, 1993.

MORTON, G., International Coverage of the PSA - ISMA GMRA, in JIBFL, 1997, p. 128.

MOSCONI, F., Diritto internazionale privato, II, Torino, 1996, p. 143.

MOSCONI, F., Diritto internazionale privato, Parte speciale, Torino, 1997.

MOSCONI, F.; CLERICI, R., Commentario del nuovo diritto internazionale privato, Padova, 1996, p. 289.

MOTANI, H., Repo technology on the collateral train, in European Financial Service Law, 1996, p.150.

MOTTI, C., Osservazioni su Istituzione e disciplina dei mercati telematici privati - D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1990, II, p. 51.

NICOSIA, B., La vicenda della BCCI: riflessioni sull'attuale regime di vigilanza bancaria internazionale, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1992, II, p. 149.

NIGRO, A., Mandati irrevocabili all'incasso e fallimento, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1992, I, p. 556.

0

OBANK, R., Cross - border harmonisation of insolvency proceeding and the quest for comity - Part 2, in JIBFL, 2002, p. 126.

OBANK, R., Outlining Insolvency Practice in Europe - ensuring maximum Recovery from European Insolvent Companies, in JIBFL, 1999, p. 437.

OBANK, R., Cross - border harmonisation of insolvency proceeding and the quest for comity - Part 1, in JIBFL, 2002, p. 89.

OBANK, R., International Co - operation and Foreign Insolvencies: 1997 Update, in JIBFL, 1997, p. 259.

OMAR, P. J.; SORENSEN, A., Set- off: the french perspective of universal institution, in JIBL, 1997, p. 362.

OOI, M., Shares and other securities in the conflict of laws, Oxford, 2003.

OPPO, G., Mandato ad acquistare azioni versate alla Monte Titoli e fallimento del mandatario, in Rivista di diritto dell'impresa, 1991, p. 1.

OPPO, G., Una svolta nei titoli di massa (il progetto Monte Titoli), in Riv. Dir. Civ., 1986, I. p. 21.

F

PAPASPYROU, N., Immobilisation of Securities - Part II: Personal Rights of Indirect Holders, in JIBL, 1996, p. 459.

PAPASPYROU, N., Immobilisation of Securities - Part I: Proprietary Rights of Indirect Holders, in JIBL, 1996, p. 430.

PARTNOY, F., The shifting contours of derivatives regulation, in The University of

Pennsylvania Journal of International Economic Law, 2001, p. 421.

PATRONI GRIFFI, A., La "nuova" disciplina delle crisi delle banche: una prima valutazione d'insieme, in Rivista di diritto dell'impresa, 1995, p. 77.

PAUL, C. R. H., Netting: a means of limiting credit exposure, in JIBL, 1995, p. 93.

PAULUS, C. G., Anderungen des deutschen Insolvenzrechts auch die Europaische Insolvenzordnung, in ZIP, 2002, p. 729.

PAVONE LA ROSA, A., La gestione accentrata dei valori mobiliari: sua incidenza sulla circolazione cartolare dei titoli, in Banca, Borsa e tit. cred., I, 1988, p. 298.

PERASSI, M., art. 203, in Alpa e Capriglione (a cura di), Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Padova, 1998, p. 1815.

PERRONE, A., La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati, Milano, 1999.

PERRONE, A., Gli accordi di close - out netting, in Banca, Borsa, tit. cred., 1998, I, p. 52.

PERROT, A., La vente à réméré de valeurs mobilières, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1993, p. 1.

PICARDA, H., Interest Rate Swap Agreement in the Courts, Part 1, in JIBFL, 1996, p. 428.

PICARDA, H., Interest Rate Swap Agreements in the Courts, Part 2, in JIBFL, 1997, p. 170.

PIERI, S., Natura giuridica del riporto, in Il diritto dell'economia, 1956, p. 181.

PIERI, S., I contratti di borsa: 1945 - 1955, in Il diritto dell'economia, 1956, p. 444. PIGOTT, H., Hunter v. Moss revisited, in JIBFL, 1999, p. 363.

PIGOTT, H., Steps towards the Harmonisation of Collateral in Europe, in JIBFL, 2000, p. 347.

PIGOTT, H., International Bar Association - Secured Transactions Law Survey, in JIBFL, 2000, p. 151.

PIRRONG, C., A theory of Financial Exchange Organization, in The Journal of Law and Economics, 2000, p. 437.

PISCIOTTA, G., Il regolamento (CE) 1346/2000 e il suo impatto sull'ordinamento italiano, in Europa e Diritto, 2001, p. 413.

PLEWS, T., Trading Places: the inescapable dilemmas facing all Exchanges and their Regulators, in JIBL, 2000, p. 27.

PLEWS, T., Fighting the fear factor in documenting derivatives, in European Financial Service Law, 1995, p. 226.

PLEWS, T.; HUYMAN, S., Fund Managers and derivatives transactions, in European

Financial Service Law, 1995, p. 330.

PLUMRIDGE, K.; WIEMER, A., Derivatives, legal documentation and computer database, in European Financial Service Law, 1996, p. 211.

POLLOK, F., Cambi a termine e riporti in divisa (swaps), in Bancaria, 1956, p. 1120.

POTOK, R., Article 9 (2) European Union Finality Directive, in JIBFL, 1999, p. 279.

POUTIANEN, A., The rights of depository receipt holders - A study in English and Finnish Law, Part 1, in JIBFL, 2000, p. 356.

POUTIANEN, A., The rights of depository receipt holders - A study in English and Finnish Law, Part 2, in JIBFL, 2000, p. 408.

POUTIANEN, A., The rights of depository receipt holders - A study in English and Finnish Law, Part 3, in JIBFL, 2000, p. 462.

PRECIOUS, M., Rational Expectations, non market clearing and investment theory, Oxford, 1997.

PREITE, D., Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare, CAPS, FLOORS, SWAPS, INDEX FUTURES), in Diritto del Commercio Internazionale, 1992, p. 171.

PROCTOR, C., Central banks and sovereign immunity, in JIBFL, 2000, p. 70.

PROCTOR, C., Breach of International Payment Obligations, in JIBFL, 1998, p. 146.

PULLEN, K., Fungible securities and Insolvency, JIBFL, in 1999, p. 286.

R

RADICATI DI BROZOLO, L. G., Il contratto modello di swap dell'ISDA, in Diritto del Commercio Internazionale, 1988, p. 539.

RADICATI DI BROZOLO, L. G., La legge applicabile ai titoli di credito, in Banca Borsa e tit. cred., I. 1998, p. 447.

RADICATI DI BROZOLO, L. G., Diritto internazionale privato uniforme, legge n. 218 del 1995 e titoli di credito, in Riv. Dir. Internazionale, 1997, p. 352.

RAGUSA MAGGIORE, G., Il riporto e il riporto proroga di fronte al fallimento, Milano, 1983.

RAGUSA MAGGIORE, G., Il riporto e il riporto proroga di fronte al fallimento, in Banca, Borsa, tit. cred., 1982, I, p. 1031.

RAGUSA MAGGIORE, G., Effetti del fallimento, in Dir. Fall., 1969, I, p. 252.

RAGUSA MAGGIORE, G., Diritto Fallimentare, Vol. I, Napoli., p. 1974.

RAGUSA MAGGIORE, G., Gestione accentrata di titoli di Stato affidati alla Banca d'Italia da una società fiduciaria e prelazione nel fallimento, in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 1997, II, p. 702.

RESCIGNO, M., Le garanzie "rotative" convenzionali: fattispecie e problemi di disciplina, in Banca, Borsa, tit. cred., 2001, I, p. 1.

RETTAROLI, R., Il mercato delle Euro-emissioni e i sistemi di compensazione internazionale tipo CEDEL, in Bancaria, 1971, p. 616.

REUDELHUBER, E.; VOGT, A., The issuance of asset - backed securities by credit institutions in Germany - Part 1, in JIBFL, 1998, p. 58.

REUDELHUBER, E.; VOGT, A., The issuance of asset - backed securities by credit institutions in Germany - Part 2, in JIBFL.

REYGROBELLET, A., Opposabilité ou Inopposabilité de la clause de réserve de propriété (observations de droit comparé et de droit international privé), in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1990, p. 535.

REYGROBELLET, A., Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés, in Revue trimestrielle de droit commercial et de droit economique, 1999, p. 305.

RICCI, F., Lezioni sul fallimento, Milano, 1992.

Riporto - natura ed effetti giuridici, in Bancaria, 1954, p. 905.

Riporto - natura ed effetti giuridici, in Bancaria, 1952, p. 1310.

Riporto - in generale, in Bancaria, 1951, p. 401.

Riporto - in generale, in Bancaria, 1949, p. 769.

Riporto - imposte di successione, in Bancaria, 1948, p. 374.

Riporto - funzione economica, in Bancaria, 1949, p. 776.

Riporto - aspetti generali, in Bancaria, 1955, p. 451.

Riporto - origine e storia, in Bancaria, 1949, p. 770.

ROCCHI, B., Il deposito obbligatorio per le contrattazioni a termine su titoli, in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1989, I, p. 94

ROCKS, S. M., Revisions to the U.S. U.C.C. governing transactions in securities and other investment property, in JIBFL, 1995, p. 25.

ROTONDI, M., Liquidazione coattiva di Borsa e liquidazione fallimentare, in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 1974, I, p. 221.

ROUSILLE, M., La consécration de la compensation globale par la loi NRE, in Revue de Droit Bancaire et Financier, 2001, p. 311.

RUISI, G.; MAFFEI ALBERTI, A.; JORIO, A.; TEDESCHI, G. U. (a cura di), Il Fallimento, Vol. II, II ed., Torino, 1978.

SACCHI LODISPOTO, G., Problematiche del prestito titoli, in Rivista di diritto dell'impresa, 1997, p. 253.

SALTER, R., Recent developments in UK banking law - Part 2, in JIBFL, 2000, p. 6.

SALTER, R., Recent developments in UK banking law - Part 1, in JIBFL, 1999, p. 462.

SANTINI, C., Prospettive di evoluzione dei mercati a seguito del recepimento della direttiva Eurosim. Il ruolo della Monte Titoli, in Bancaria, 1997, n. 3, p. 83.

SANTORO PASSARELLI, F., Dottrine generali del diritto civile, IX ed., Ristampa, Napoli, 1997.

SATTA, S., Diritto Fallimentare, Padova, 1996.

SCHERER, P.; TORZO, F., The Capital Treatment of Credit Derivatives, in JIBL, 1999, p. 144.

SERRA, A., I giudici veneziani e la liquidazione coattiva fallimentare dei contratti di borsa: in margine ad un caso clamoroso, in Giur. Comm., 1976, II, p. 507.

SHAPIRO, M. L., Come la crisi della Barings è stata gestita dalla Commodity Futures Trading Commission, in Banca, Impresa, Società, 1995, p. 465.

SIA, Institutional Transaction Processing Committee: White Paper, version 1.5, December 1999, p. 2.

SMART, P., International Insolvency: Banks and Set Off, in JIBFL, 1999, p. 10.

SMITH, L., The Law of Tracing, Oxford, 1997.

SORGE, V., Il prezzo di chiusura nei mercati future. Considerazioni generali ed evidenze empiriche, in Bancaria, 1996, n. 1, p. 86.

SOUTHERN, D., "Meaningless boiler plate", in European Financial Service Law, 1995, p. 299.

SOUTHERN, D., Buried reasonability deep in the in - tray, in European Financial Service Law, 1995, p. 259.

SOUTHERN, D., Barings - the party's over, in European Financial Service Law, 1995, p. 98.

SOUTHERN, D., Trading Book and Capital Adequacy, in European Financial Service Law, 1995, p. 196.

SOUTHERN, D., Getting the measures of derivatives, in European Financial Service Law, 1996, p. 273.

SOUTHERN, D., The impact of the UK Finance Bill on derivative financial instruments, in European Financial Service Law, 1996, p. 85.

SOUTHERN, D., Taxation of derivatives national and international, in European Financial Service Law, 1996, p. 20.

SOUTHERN, D., Directors' liability for derivatives transactions, in European Financial Service Law, 1996, p. 179.

STANGHELLINI, L., Gestione dell'impresa e contratti pendenti nell'amministrazione controllata e nelle altre procedure di carattere concorsuale, in Rivista di diritto dell'impresa, 1994, p. 431.

STARACE, V., La disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza: giurisdizione ed efficacia delle sentenze straniere, in Riv. Dir. Int., 2002, p. 295.

STELLA RICHTER JR., M., I titoli di credito nel nuovo sistema del diritto internazionale privato, in Banca, Borsa e tit. cred., 1996, I, p. 797.

STELLA RICHTER JR., M., Titoli di credito (diritto internazionale privato), in Enc. Giur. Treccani, Roma, 1996.

STEVEN ROGERS, J., Of normalcy and anomaly thoughts on choice of law for the indirect holding system, in JIBFL, 1998, p. 47.

T

TARULLO, D. K., Rules, Discretion and Authority in International Financial Reform, in Journal of International Economic Law, 2001, p. 613

TASCA, R., Normativa e Rischio di mercato dei contratti di opzione, in Bancaria, 1995, n. 9, p. 84.

TENNEKOON, R., The Law and Regulation of International Finance, London, 1991.

TETHER, T. C. G., Electronic cash the regulatory issues, in JIBFL, 1997, p. 202.

THE BOND MARKET ASSOCIATION INTERNATIONAL SECURITIES MARKET ASSOCIATION,
TBMA/ISMA General Master Repurchase Agreement.

THE GIOVANNINI GROUP, Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union, Brussels, November 2001.

The international Repo Market - An Investor Guide.

TOKLEY, I., Cross border lending: international banking documents, in JIBL, 2000, p. 233.

TRESOLDI, C., Le istituzioni di deposito accentrato al servizio della politica monetaria e

dei mercati, in Bancaria, 1998, n. 3, p. 88.

TRESOLDI, C., Tendenze in atto nei sistemi di regolamento dei titoli, in Bancaria, 2000, n. 10, p. 74.

TSAI, M., Globalization and Conditionality: two sides of the sovereignity, in Law and Policy in International Business, 2000, p. 1317.

TURING, D., Set - off and Netting: Developments in 1996 Affecting Banks, in JIBFL, 1997, p. 155.

TURING, D., The European Convention on Insolvency Proceedings, in JIBFL, 1996, p. 56.

TURING, D., Set - off and cash collateral: three important cases of 1995, in JIBL, 1996, p. 170.

TURING, D., Compensation under the new UK regulatory regime, in JIBFL, 1998, p. 45.

TURING, D., Netting: Devolpments in 1994 affecting banks, in JIBFL, 1995, p. 71.

TURING, D.; CRAMB, L., The Financial Services and Markets Act 2000, in JIBFL, 2000, p. 443.

TYSON QUAH, K., US - Treasury Securities Overseas Custody, Settlement, Repo and Collateral, in JIBFL, 1997, p. 165.

TYSON QUAH, K., Cross Border Securities Collateralisation made easy, in JIBFL, 1996, p. 177.

U

UWAITO, E., The legal requirements for securities lending and repos and the legal effect of EMU, in European Financial Service Law, 1997, p. 224.

V

VALCARENGHI, F.; VITA COLONNA, E., I mercati futures: origini, caratteristiche, pricing del contratto (con particolare riferimento ai futures su titoli a reddito fisso) e loro utilizzi, in Bancaria, 1992, n. 4, p. 15.

VALDEZ, S., An Introduction to the Global Financial Markets, 2<sup>nd</sup> ed., London, 1997. VATTERMOLI, D., Crisi delle imprese operanti nel mercato finanziario e strumenti di

tutela diretta del risparmio: il nuovo modello francese (in nota alla l. 25 Juin 1999, n.

99 - 532), in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario, 1999, II, p. 159.

VERZARA, P., Modalità di costituzione in pegno di titoli non emessi, in Bancaria, 1992, n. 10, p. 43.

VIGNERA, Considerazioni sulla ratio dell'art. 76 l. fall., in Banca, Borsa, tit. cred., 1983, I, p. 252.

W

WALTER, J., Close Out Netting in English Law: confort at last, in JIBFL, 1995, p. 167.

WEBER - REY, D.; HEEMANN, M., Derivatives in Fund Management: legal and regulatory issues, in JIBL, 1995, p. 275.

WESSELS, B., Close - out netting in the Netherlands, in JIBL, 1997, p. 187.

Wing - Wo, L., How can you be sure of your security over shares?, in JIBL, 2000, p. 162.

WOOD, P., Comparative Financial Law, London, 1995.

WOOD, P., Trust worldwide and systemic risk, in JIBL, 1997, p. 211.

WORKING GROUP ON RETAIL PAYMENT SYSTEMS, Clearing and Settlement Arrangements for retail payments in selected countries, Basel, 2000.

## GIURISPRUDENZA

### **ITALIA**

Corte Cost. 6 giugno 1995, n. 228, in Foro it., 1995, I, p. 3040.

Cass. Civ., sez. I, 3 marzo 2004, n. 4520, in Guida al diritto, 2004, 15, p. 71.

Cass. Civ., sez. I, 11 novembre 2003, n. 16914, in Foro it., 2004, I, p. 410.

Cass. Civ., 6 aprile 2001, n. 5114, in Dir. Banca Merc. Fin., 2002.

Cass. Civ., 5 aprile 2001, n. 5052, in Dir. Banca Merc. Fin., 2002.

Cass. Civ., 25 maggio 2000, n. 6864, in Mass. Foro it., 2000.

Cass. sez. un., 16 novembre 1999, n. 775, in Gazzetta giur., 1999, fasc. 46, p. 77.

Cass. Civ., sez. I, 27 settembre 1999, n. 10685, in Foro it., 2000, I, p. 528.

Cass. Civ., 29 ottobre 1998, n. 8624, in Foro it., 1999, I, p. 175.

Cass. Civ., 23 ottobre 1999, n. 11924, in Mass. Foro it., 1999.

Cass. Civ., 20 luglio 1999, n. 7740, in Mass. Foro it, 1999.

Cass. Civ., 4 novembre 1998, n. 11057, in Fallimento, 1999, p. 1196.

Cass. Civ., sez. I, 28 maggio 1998, n. 5624, in Banca, Borsa, tit. cred., 1998, II, 485.

Cass. Civ., 9 gennaio 1998, n. 122, in Foro it., 1998, I, p. 413.

Cass. Civ., ord. 16 dicembre 1996, n. 1004, in Foro it., 1997, I, p. 2201.

Cass. Civ., 4 novembre 1996, n. 9540, in Riv. not., 1998, p. 1013.

Cass. Civ., 6 giugno 1996, n. 8132, in Foro it., 1997, I, p. 165.

Cass. sez. un., 3 giugno 1996, n. 5104, in Foro it., 1996, I, p. 2361.

Cass. Civ., 4 marzo 1996, n. 1657, in *Notariato*, 1996, 409.

Cass. Civ., 13 dicembre 1994, n. 10648, in Mass. Foro it., 1994.

Cass. Civ., 28 settembre 1994, n. 7890, in Foro it., 1995, I, p. 1227.

Cass. Civ., 27 settembre 1994, n. 7878, in Mass. Foro it., 1994.

Cass. Civ., 27 settembre 1994, n. 7882, in Mass. Foro it.. 1994.

Cass. Civ., 12 novembre 1993, n. 11181, in Fallimento, 1994, p. 364.

Cass. Civ., 9 luglio 1993, n. 7562, in Foro it., 1994, I, p. 811.

Cass. Civ., 1 giugno 1993, n. 6112, in Mass. Foro it., 1993.

Cass. Civ., 25 novembre 1992, n. 12537, in Dir. Fall., 1993, II, p. 275.

Cass. Civ., 16 aprile 1992, n. 4705, in Fallimento, 1992, p. 911.

Cass. Civ., 14 aprile 1992, n. 4542, in Fallimento, 1992, p. 993.

Cass. Civ., 27 settembre 1991, n. 2126, in Giur. it., 1992, I, 1, p. 136.

Cass. Civ., 16 gennaio 1991, n. 334, in Fallimento, 1991, p. 592.

```
Cass. Civ., 16 agosto 1990, n. 8322, in Fallimento, 1991, p. 345.
Cass. Civ., 13 dicembre 1988, n. 6777, in Giur. it., 1989, I, 1, p. 1348.
Cass. Civ., 12 dicembre 1988, n. 6732 in Fallimento, 1989, p. 500.
Cass. Civ., 10 marzo1988, n. 2385, in Dir. Fall., 1988, II, p. 626.
Cass. Civ., 9 giugno 1986, n. 3815, in Mass. Foro it., 1986.
Cass. Civ., 16 settembre 1986, n. 5621, in Fallimento, 1987, p. 161.
Cass. Civ., 8 maggio 1984, n. 2795, in Mass. Foro it. 1984.
Cass. Civ., 6 dicembre 1983, n. 7271, in Mass. Foro it. 1983.
Cass. Civ., 13 marzo 1982, n. 1634, in Banca Borsa, 1983, II, p. 424.
Cass. Civ., 7 novembre 1981, n. 5876, in Mass. Foro it., 1981.
Cass. Civ., 7 luglio 1981, n. 4434, in Giur. it., 1982, I, 1, p. 25.
Cass. Civ., 5 giugno 1976, n. 2037, in Foro it., 1977, I, p. 477.
App. Palermo, 08 marzo 1991, in Giur. comm., 1992, II, p. 471.
App. Roma, 30 ottobre 1990, in Temi romana, 1990, p. 488.
App. Genova, 17 settembre 1988, in Dir. maritt., 1989, p. 802.
App. Torino, 05 dicembre 1984, in Giur. comm., 1986, II, p. 76.
App. Milano 18 aprile 1981, in Fallimento, 1982, p. 1183.
App. Venezia 20 febbraio 1981, in Arch. Civ., 1981, p. 999.
App. Roma, 26 settembre 1980, in Fallimento, 1981, p. 674.
App. Milano 26 maggio 1970, in Dir. Fall., 1971, II, p. 42.
Trib. Trapani, 28 febbraio 1997, in Giur. merito, 1997, p. 698.
Trib. Milano 20 febbraio 1997, in Banca Borsa tit. cred., 2000, II, p. 97.
Trib. Firenze 20 dicembre 1995, in Toscana giur., 1996, p. 51.
Trib. Perugia, 12 ottobre 1993, in Rass. giur. umbra, 1994, p. 57.
Trib. Catania 10 aprile 1991, Giur. Comm., 1991, II, p. 965.
Trib. Napoli 11 gennaio1991, in Dir. Fallim., 1991, II; p. 858.
Trib. Pavia 13 ottobre 1989, in Fallimento, 1990, p. 731.
Trib. Bologna 17 aprile 1989, in Fallimento, 1990, p. 420.
Trib. Genova, 20 aprile1988, in Fallimento, 1989, p. 402.
Trib. Torino, 20 marzo1986, in Giur. piemontese, 1986, p. 409.
Trib. Torino 8 novembre 1985, Fallimento, 1985, p. 456.
Trib. Roma, 19 giugno1985, in Fallimento, 1985, p. 1294.
Trib. Torino, 7 marzo1985, in Fallimento, 1986, p. 534.
```

Trib. Torino, 15 novembre 1984, in *Fallimento*, 1985, p. 434. Trib. Torino, 8 novembre 1984, in *Riv. It.. leasing*, 1985, p. 191. Trib. Roma, 28 novembre 1982, in *Dir. fallim.*, 1983, II, p. 916.

#### INGHILTERRA

Macmillan Inc v Bishopgate Investment Trust plc, [1996] 1 Weekly Law Reports, 387.

Re Harvard Securities Ltd., [1995] Weekly Law Reports, 978, 992 – 3.

Re Turnbridge Ltd [1995] 1 Butterworths Company Law Cases 34.

Welsh Development Agency v Export Finance Co Ltd (1992) Butterworths Company Law Cases 148.

Lloyds & Scottish Finance Ltd Cyril Lord Carpets Sales Ltd [1992] Butterworths Company Law Cases 609, HL.

RE Curtain Dream plc [1990] Butterworths Company Law Cases 925.

Rumasa SA v Multinvest (UK) Ltd [1986] Law Reports Appeal Cases 368.

British Eagle International Airlines Ltd. v Compagnie Internationale Air France, WLR, 1975, p. 758.

Oliner v Canadian Pacific Railway Company, 311 New York Supplement 2d 429 (1970).

Stonelight Finance Ltd v Phillips [1965] 2 Law Reports Queen's Bench Division 537 CA.

Adams v National Bank of Greece SA [1961] Law Reports Appeal Cases 255.

Brown v Beleggings - Societeit [1961] 29 Dominion Law Reports (2d) 673.

National Bank of Greece and Athens SA v Metliss [1958] Law Reports Appeal Cases 509 (HL).

## FONTI NORMATIVE

Convenzioni internazionali:

Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali.

Hague Convention on the law applicabile on certain rights in respect of securities held with an intermediary.

## Provvedimenti CE:

Direttiva 2002/47/CE del 6 giugno 2002.

Direttiva 2001/24/CE del 4 aprile 2001.

Direttiva 2001/17/CE del 19 marzo 2001.

Regolamento CE n. 1346/2000 del 29 maggio 2000.

Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998.

## Fonti nazionali:

Decreto Legislativo 21 maggio 2004, n. 170.

Decreto Legislativo 12 aprile 2001, n. 210.

Decreto Legislativo 24 giugno 1998, n. 213.

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Legge 31 maggio 1995, n. 218.

Legge 19 giugno 1986, n. 289.

Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385.

Legge 18 dicembre 1984, n. 975.

Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267.

Regio Decreto Legge 30 giugno 1932, n. 815.

Regio Decreto Legge 14 maggio 1925, n. 601.

Regio Decreto 9 aprile 1925, n. 376

Regio Decreto Legge 7 marzo 1925, n. 222.

Regio Decreto Legge 20 dicembre 1913, n. 1607.

Regio Decreto 4 agosto 1913, n. 1068.

Legge 20 marzo 1913, n. 272.