

LUISS - LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DI STUDI SOCIALI
GUIDO CARLI - ROMA

DOTTORATO DI RICERCA IN “DIRITTO DEGLI AFFARI” – CICLO XXI

*AUTOTUTELA E TUTELE NELL’ESCUSSIONE DELLA GARANZIA
FINANZIARIA PIGNORATIZIA*

Tutor:
Ch.mo Prof. Antonio Blandini

Candidato:
Dott. Filippo Murino

INDICE

Introduzione	I
------------------------	---

CAPITOLO I

GARANZIE FINANZIARIE E DIVIETO DEL PATTO COMMISSORIO

1. La disciplina delle operazioni finanziarie come “sottosistema” del diritto privato: diritto privato generale e diritti secondi	1
2. La generalizzazione da parte della disciplina sulle garanzie finanziarie del modello della clausola marciana	27
3. L' <i>acquis</i> comunitario in tema di patto commissorio e la recente riforma delle garanzie mobiliari in Francia	37
4. Evoluzione della dottrina italiana in tema di patto commissorio verso l'individuazione della <i>ratio</i> del divieto nell'arricchimento senza causa.	42

CAPITOLO II

GARANZIE FINANZIARIE E POTERI DI AUTOTUTELA DEL *COLLATERAL TAKER*

1. La “rivincita”, in tema di autotutela, della <i>lex mercatoria</i> sulle compilazioni ufficiali del XVII secolo e sulla codificazione napoleonica	61
--	----

2. Necessaria riscrittura della pagina bettiana sull'autotutela consensuale in funzione soddisfattoria	71
3. I poteri di autotutela del <i>collateral taker</i> sulle attività finanziarie (art. 4): dal controllo necessario <i>ex ante</i> al controllo eventuale <i>ex post</i>	77
3.1. Autotutela unilaterale del <i>collateral taker</i> mediante vendita delle attività finanziarie. Rapporti con l'autotutela di diritto comune	87
3.2. Autotutela del <i>collateral taker</i> mediante appropriazione. Rapporti con l'autotutela di diritto comune	94
3.3. L'autotutela del <i>collateral taker</i> mediante utilizzo del contante	97
4. Il potere di disposizione dell'oggetto della garanzia reale	98

CAPITOLO III

IL CRITERIO DI RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE NELLA DISCIPLINA DELLE GARANZIE FINANZIARIE

1. I rapporti tra lo <i>standard</i> di ragionevolezza commerciale delle condizioni di realizzo e dei criteri di valutazione e la clausola generale di correttezza e buona fede	107
---	-----

2. Il ruolo della buona fede <i>in executivis</i> nei contratti di garanzia finanziaria: gli obblighi di protezione e di informazione gravanti sul <i>collateral taker</i> .	116
3. La ragionevolezza commerciale quale parametro per l'applicazione del principio di proporzionalità e per la misurazione dello sforzo di diligenza professionale impiegata dal <i>collateral taker</i> nell'esercizio dei poteri di autotutela	128
4. Ragionevolezza commerciale e frammentazione dei mercati finanziari: <i>best price, proper price, true market value e fair market value</i>	144
5. Ragionevolezza commerciale e mercati non liquidi	162
6. Ragionevolezza commerciale e negoziazioni <i>over the counter</i>	196

CAPITOLO IV

LE TUTELE ESPERIBILI DAL *COLLATERAL PROVIDER*, DAI TERZI CREDITORI E DAGLI ORGANI DELLA PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE

1. Tutela restitutoria e risarcitoria del <i>collateral provider</i> : coordinamento con la disciplina del <i>common law</i> inglese	209
2. La tesi che individua la tutela del <i>collateral provider</i> nell'azione di nullità. Critica	218

3. L'azione di contestazione della violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale da parte del <i>collateral provider</i>	220
3.1. Segue: la domanda della procedura di liquidazione e l'ulteriore "azione di ricostituzione del patrimonio concorsuale"	226
4. Le tutele dei terzi creditori del <i>collateral provider</i> : considerazioni preliminari	229
4.1. Le tutele, successive all'escussione della garanzia, dei terzi creditori sulle pretese risarcitorie e restitutorie del <i>collateral provider</i>	230
4.2. Le tutele, anteriori all'escussione della garanzia, dei terzi creditori sulle attività finanziarie costituite in pegno: il conflitto tra <i>collateral taker</i> e terzi creditori muniti di titolo esecutivo o che hanno ottenuto un sequestro conservativo	237
BIBLIOGRAFIA.	245

INTRODUZIONE

L'attenzione prestata alla storia degli istituti dimostra come la disciplina sui contratti di garanzia finanziaria introdotta con il D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170¹ (d'ora innanzi "Decreto", attuativo della Legge, 3 febbraio 2003, n. 14 - legge comunitaria 2002) di recepimento della Direttiva 2002/47/CE² (d'ora innanzi "Direttiva") sottenda vecchi dibattiti risolti diversamente nel corso del tempo "secondo che predomina nel pensiero legislativo la sollecitudine per la sorte del debitore o per la rapida liquidazione degli affari"³.

Trovandosi al crocevia di più discipline, la materia in passato ha interessato non solo la dottrina civilistica ma anche quella commercialistica e processualistica, pur registrandosi una maggiore propensione della seconda e - sia pure in minor misura - della terza rispetto alla prima (evidentemente influenzata dai dogmi che diventano vere e proprie "ideologie") verso forme semplificate di autotutela.

¹ In G.U. 15 luglio 2004, n. 164, serie generale.

² In G.U.C.E., 27 giugno 2002, L168.

³ VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, IV, 1906, 325; il dibattito si è presentato pure in sede di redazione del Progetto di convenzione internazionale elaborato dall'UNIDROIT per la costituzione di garanzie su alcuni beni strumentali di alto valore destinati ad essere trasportati da uno Stato ad un altro (*PRELIMINARY DRAFT UNIDROIT CONVENTION ON INTERNATIONAL INTERESTS IN MOBILE EQUIPMENT*). Come ricordato, infatti, si sono delineate due posizioni: l'una favorevole ad incoraggiare l'autonomia negoziale, l'iniziativa dei titolari del diritto svincolata dall'intervento del giudice e generalmente l'operare delle regole di mercato; l'altra invece propensa a limitare l'autonomia del creditore (e in misura minore anche del venditore e del *lessor*) in funzione di una maggiore tutela della controparte e in ultima analisi dei terzi (VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, 2000, 262).

La disciplina sul *collateral* - chiaramente ispirata ai modelli normativi di *common law* (specialmente l'art. 9 dell'*Uniform Commercial Code*) prima ancora che alle prassi contrattuali elaborate in seno a quegli stessi sistemi giuridici - vede un ritorno ad antichi schemi di escussione i quali, pur rifioriti nella *lex mercatoria*, vennero del tutto cancellati dalla codificazione napoleonica in nome dell'egualitarismo dei creditori e del divieto del patto commissorio. Più precisamente, se in epoche remote si era passati "dal sistema che consente al creditore la facoltà di vendere il pegno privatamente e senza indugio, come nell'antico diritto romano e germanico, all'altro sistema che lo costringe a ricorrere al giudice perché ordini e sorvegli la vendita"⁴, con la disciplina sulle garanzie finanziarie vi è un ritorno al riconoscimento di forme di escussione primordiali con una maggiore propensione ed apertura, da parte del legislatore, verso l'autotutela non solo unilaterale ma anche consensuale e questo in un settore giuridico in continua evoluzione quale è quello dei mercati finanziari ove forte è sentita l'esigenza della "rapida liquidazione degli affari" per evitare il c.d. rischio sistemico⁵ e gli effetti del contagio.

⁴ VIVANTE, *op. cit.*, 325.

⁵ Per un espresso riferimento al c.d. rischio sistemico, v. il *considerando* n. 3 della Direttiva. Accanto all'esigenza di garantire la liquidità dei mercati finanziari la dottrina individua due altri fattori che giustificano la deroga alle disposizioni tradizionali e cioè la circostanza che i *financial collateral agreement* intercorrono tra soggetti che non dovrebbero subire una posizione di debolezza contrattuale nella negoziazione e dalla presenza del criterio di valutazione delle condizioni di realizzo dettato dall'art. 8 del Decreto il quale, facendo applicazione del principio e del criterio della "ragionevolezza commerciale" consente di rideterminare con un giudizio successivo le eventuali eccedenze di valore della garanzia rispetto a quello dell'obbligazione garantita (GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, in *Digesto, Sez. civ.*, Agg. III, vol. I, Torino, 2007, 306-307; *in terminis*, KEIJSER T., *Financial Collateral Arrangements*, Amsterdam, 2006,

Nel potenziare i poteri di autotutela, dal punto di vista delle strutture contrattuali, in effetti sia i *security financial collaterals* (ossia le garanzie che non determinano il trasferimento della proprietà dei beni oggetto di garanzia) che i *title transfer financial collaterals* (in cui vi è un trasferimento in funzione di garanzia) di primo acchito ricalcano l'antico modello negoziale del patto marciano; per effetto dell'espressa deroga al divieto del patto commissorio di cui all'art. 2744 c.c. contenuta nell'art. 6, co. 2, del Decreto, la nuova disciplina in tema di realizzo della garanzia sembra addirittura richiamare le ancor più antiche figure della *lex commissoria* – che importava la caduta della cosa in proprietà del creditore pignoratizio – e del *ius distrabendi*, in base al quale il creditore poteva vendere la cosa pignorata con l'obbligo di restituzione del *superfluum* o *hyperocha* (come definita nella prassi marittima greca) per i quali, peraltro, non era prevista alcuna forma di controllo a tutela del debitore.

Nonostante la settorialità della disciplina, la più attenta dottrina che si è occupata della materia all'indomani del varo della Direttiva ha da subito rimarcato come “l'attuazione della direttiva [...] porrà notevoli questioni di ordine sistematico, contribuendo a ridisegnare [...] la cornice normativa tradizionale delle garanzie e della responsabilità patrimoniale. Le più spinose fra le questioni da affrontare atterranno proprio ai meccanismi di autotutela e alle regole e criteri di controllo

79-80, con accenti critici in relazione al fatto che la normativa trovi applicazione anche per le piccole e medie imprese le quali esigono maggiori livelli di protezione).

sull'esercizio del diritto”⁶, considerato che la nuova normativa solleva delicati problemi di tutela del debitore e dei terzi⁷.

Proprio tali ultime constatazioni hanno fatto privilegiare, da un lato, l'analisi degli artt. 4 e 8 del Decreto relativi all'escussione della garanzia finanziaria a discapito dell'art. 9 che deroga a diverse previsioni di diritto concorsuale comune; dall'altro, ai fini dell'inquadramento sistematico della materia, l'approccio “rimediale” coerentemente, del resto, allo stesso *Uniform Commercial Code* ispiratore del modello di garanzie. Ciò è avvenuto attraverso la continua considerazione della giustapposizione tra i poteri di autotutela del *collateral taker* e le tutele apprestate in favore del *collateral provider* e dei terzi, la cui esigenza di protezione pure viene proclamata nel XVII *considerando* della Direttiva⁸.

⁶ MACARIO F., *Modificazione del patrimonio del debitore, poteri di controllo del creditore e autotutela*, in *Studi in onore di Cesare Massimo Bianca*, Milano, 2006, IV, 204; MACARIO F.-LOBUONO M., *Le modificazioni del patrimonio del debitore fra scenari normativi e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2004, 513; *in terminis*, VACCARO BELLUSCIO A.C., *Disciplina fallimentare e modus operandi del pegno irregolare*, in *Banca, borsa e tit. di credito*, 2005, 2, 197-198.

⁷ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, 213. Sul punto, v. pure le considerazioni di KEIJSER T., *op. cit.*, 79. Già ANGELICI C., *Garanzie reali II) Diritto internazionale privato e processuale*, in *Enc. giur. Treccani*, XV, Roma 1989, 1 ha rimarcato che nella materia dei diritti reali di garanzia assumono rilievo fondamentale il ruolo del bene al fine della responsabilità patrimoniale ed i rapporti tra le diverse posizioni creditorie.

⁸ Al riguardo, è stato recentemente ricordato che “l'azione rimediale trascende il campo del processo, malgrado il processo rappresenti il luogo istituzionale di tutela degli interessi lesi o irrealizzati. Tutto ciò andrebbe inteso non soltanto nel senso che il rimedio conosce anche varianti stragiudiziali ossia mezzi di soddisfacimento di un bisogno di tutela che prescindono dalla mediazione giudiziaria e si iscrivono nell'ampio *genus* degli strumenti di autotutela, ma anche nel senso che non tutte le azioni giudiziarie attuano un rimedio” (MAZZAMUTO S., *La nozione di rimedio nel diritto continentale*, in *Europa dir. priv.*, 2007, 3, 588); tale impostazione si rinviene pure nel § 1-201 (34) dell'*Uniform Commercial Code* ove il termine *Remedy* viene identificato come un diritto a ricorrere ad uno strumento di tutela al quale un soggetto leso è legittimato a ricorrere con o senza rivolgersi a un Tribunale. Il commento ufficiale mette in rilievo che rientrano nei *Remedies* gli strumenti di autotutela ai quali il soggetto leso può ricorrere. Viene ricordato come la strategia e la tecnica rimediale abbiano trovato una potente

Tale approccio fa da *pendant* alla “contrattualizzazione” dell’esecuzione forzata che la nuova disciplina pare realizzare mediante la generalizzazione di meccanismi già noti al nostro ordinamento come dimostrano le più recenti ricostruzioni del pegno irregolare e dello stesso pegno regolare.

La chiave di lettura unitaria dell’intera disciplina dei contratti di garanzia finanziaria può allora essere individuata, sia per le alienazioni con funzione di garanzia (presenti nei *master agreement* dei contratti di *repurchase*, *securities lending* e derivati) che per la costituzione di garanzie reali (caratterizzanti i contratti di *prime brokerage* stipulati dagli *hedge funds*), nell’autotutela non solo consensuale che risulta potenziata attraverso l’ampliamento dei poteri di autonomia privata (appropriazione e *close-out netting*), ma anche unilaterale (utilizzo, vendita e autoattribuzione del *collateral* alienato in funzione di garanzia).

Nel contempo, tuttavia, l’esigenza di protezione del *collateral provider* e dei terzi di fronte al rischio di possibili escussioni abusive della garanzia reale da parte del *collateral taker* pare imporre di considerare tale ultimo soggetto alla stregua del commissionario nella disciplina della vendita forzata e della persona autorizzata alla vendita prevista dall’art.

accelerazione nell’affermarsi di un diritto europeo uniforme: “quel diritto che si origina nella *lex mercatoria* postmoderna, il cui sviluppo viene assicurato dagli accordi legali consuetudinariamente condivisi dalle imprese in ambito transnazionale e sopranazionale, ma anche nel complesso normativo del Trattato di Roma, come successivamente aggiornato nelle direttive e nei regolamenti; inoltre, nell’attività della Corte di giustizia. Secondo questo nuovo diritto, infatti, il contratto si propone ricorrentemente come luogo di enunciazione di funzioni e di risultati” (MANNINO V., *Considerazioni sulla “strategia rimediale”: buona fede ed exceptio doli generalis*, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1284). Per una panoramica degli strumenti di tutela nei rapporti di garanzia, v. da ultimo, PUNZI C., *I mezzi di tutela nei rapporti di garanzia*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 3, 591 ss.

83 disp. att. c.c.: egli dovrà operare non solo nel proprio interesse ma anche nell'interesse dei creditori suoi concorrenti e dello stesso datore della garanzia (analogamente a quanto è richiesto ai creditori nella *cessio bonorum*); pur non rivestendo la posizione di ausiliario del giudice come avviene per gli artt. 532 e 533 c.p.c. e 83 disp. att. c.c. sulla scorta del principio di buona fede e correttezza integrativa – nella cui cornice si iscrive anche il criterio della ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 del Decreto e di proporzionalità sotteso alla clausola marciana - sarà tenuto all'osservanza di obblighi di protezione nei confronti del *collateral provider* e dei terzi; anche se la protezione di questi ultimi non pare poter prescindere da un adeguato sistema di pubblicità dei vincoli reali⁹. Tale pare essere l'esito inevitabile di fronte ad una sorta di "privatizzazione" dell'esecuzione forzata che in buona sostanza la nuova disciplina sembra perseguire.

La giustapposizione antagonistica dei rimedi costituiti dall'autotutela del *collateral taker* e dalle tutele del *collateral provider* e dei terzi viene bilanciata dal criterio della ragionevolezza commerciale, della proporzionalità sotteso alla clausola marciana e dell'arricchimento senza causa che è a fondamento dell'obbligazione restitutoria dell'eccedenza. Il rimedio, infatti, come osservato, è governato dal principio di comparazione degli interessi e del loro bilanciamento ed è

⁹ TROVATORE G., *I nuovi confini delle garanzie reali mobiliari*, in *I mobili confini dell'autonomia privata*, Atti del Convegno di studi in onore del Prof. Carmelo Lazzara. Catania 12-14 settembre 2002, a cura di M. Paradiso, Milano 2005, 300 per il quale "la carenza di forme di pubblicità nel campo delle garanzie finanziarie è sintomatico dell'assenza di un preciso e coerente disegno sistematico che ispiri l'opera di ammodernamento delle garanzie reali mobiliari".

pertanto luogo d'elezione per soppesare due istanze di tutela antitetiche; anche al di fuori dello specifico ambito di applicazione della disciplina in esame non è casuale l'affermazione per cui, attraverso il rimedio, le ragioni delle parti contrapposte vengono selezionate in base al canone della ragionevolezza¹⁰.

Non è un caso, inoltre, che l'estensione del canone della buona fede al campo dei rimedi sia stata letta come una conferma della loro autonomia concettuale, che impone il ricorso proprio a criteri di regolamentazione flessibile quali la proporzionalità e la ragionevolezza¹¹.

Ad oggi l'unica pronuncia sulla Direttiva *Collateral* è costituita da *Alfa Telecom Turkey Ltd v. Cukurova Finance International Ltd*. Tale pronuncia, in cui le parti non sono istituzioni finanziarie, affronta il significato del rimedio dell'“appropriazione” nel diritto inglese e, in particolare, analizza i requisiti per l'escussione della garanzia secondo tale forma; il caso non ha, invece, affrontato le modalità di valutazione della garanzia. La vicenda, decisa sia in primo¹² che in secondo grado¹³

¹⁰ MAZZAMUTO S., *op. cit.*, 592.

¹¹ MAZZAMUTO S., *I rimedi*, in C. Castronovo-S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 741; ID., *Il diritto civile europeo e i diritti nazionali: come costruire l'unità nel rispetto delle diversità*, in *Contratto e impr. Europa*, 2005, 2, 525 nota 5, richiamando DI MAJO A., *Il linguaggio dei rimedi*, in *Europa dir. priv.*, 2005, 341; CASTRONOVO C., *L'idea*, in C. Castronovo-S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 12.

¹² Claim no.s.072, 119, 16 novembre 2007, judgment of Joseph-Olivetti J., *High Court of the British Virgin Islands*, commentata da BENJAMIN J.-MAHER F., *Financial Collateral Arrangements: lesson from Cukurova*, in *Insolv. Int.*, 2008, 21 (5), 67 ss. In primo grado il giudice Joseph-Olivetti ha dovuto decidere se chi ha concesso un *equitable mortgage* (Alfa) si sia validamente appropriato delle azioni che gli sono state consegnate in garanzia conformemente al diritto di appropriazione attribuitogli dagli *assets* su cui soddisfarsi e dalle *Regulations*. I beni su cui soddisfarsi sono stati consegnati da *Cukurova Finance International Ltd* (CFI) e dalla società collegata *Cukurova Holding AS* (CH) per garantire la restituzione delle somme relative ad un

con pronunce di segno opposto, è attualmente sottoposta al vaglio di un *Privy Council* (con trattazione svoltasi il 23-25 febbraio 2009) il quale dovrà essenzialmente stabilire se, allorquando il *collateral* oggetto del contratto di garanzia finanziaria sia costituito da azioni, affinché il *collateral taker* possa validamente ed efficacemente esercitare il diritto di appropriazione è necessario che allo stesso venga trasferito non solo il *legal title* ma pure l'*equitable title*¹⁴.

prestito erogato da Alfa a CFI. Le *Regulations* sono state prese in considerazione perché due dei beni su cui soddisfarsi erano regolati dalla legge inglese sulla quale la Corte ha ricevuto un parere dell'esperto Lord Millet in relazione al comportamento di Alfa e un parere del Prof. Ross Cranston (ora giudice Cranston) in relazione al comportamento di CFI e CH. Nel giudizio reso il 16 novembre 2007 la Corte ha stabilito che Alfa non si è validamente appropriata delle azioni.

¹³ 22 aprile 2008, judgment of Barrow J.A., *Eastern Caribbean Court of Appeal* la quale ha riformato la decisione del giudice di primo grado e ha sostenuto che l'appropriazione di Alfa delle azioni era valida.

¹⁴ Nelle *collateralized transaction*, come il *repo* e i *securities lending*, una parte generalmente trasferisce all'altra tutti i diritti inerenti al *collateral*, senza nessuna limitazione. Per questa ragione, nell'ambito di tali contratti, non vi è distinzione tra "*outright transfer*" e "*title transfer*". Nel contesto del *trust*, invece, poiché il trasferimento è fiduciario, il *title transfer* non è necessariamente *outright transfer* e, pertanto, si distingue tra "*legal title*" (che potrebbe essere definita come "proprietà formale") - appartenente al *trustee* ed inerente all'amministrazione - ed "*equitable*" o "*beneficial title*" (che potrebbe essere definita come "proprietà sostanziale") - appartenente al beneficiario del *trust* ed inerente al godimento: quando si stipula un *trust* è, pertanto, possibile il trasferimento del solo "*legal title*" con esclusione dell'"*equitable title*" (sulla distinzione tra "*legal title*" ed "*equitable title*", v. BLACK'S LAW DICTIONARY, voce "*Title*", 2004 e DE FRANCHIS F., *Dizionario giuridico*, 1, Milano, 1984, voce "*Ownership*", 1090; in relazione alle *collateralized transaction*, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 96-97 il quale ricorda come sia la versione inglese della Direttiva [artt. 2 (1) (b) e 2 (1) (c)] che il *Global Master Securities Lending Agreement* (GMSLA) [artt. 12 (c) e 13 (c)] prevedono che le parti sono legittimate a trasferire "*full legal and beneficial ownership*"; sullo sdoppiamento dei diritti tra *legal owner* ed *equitable owner* in riferimento alle azioni, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa al New York Stock Exchange*, Padova, 1958, 53 ss.; lo stesso Autore, - richiamando *Britton v. Ferrin*, 171 N.Y. 235 (1902); *People v. Chanas*, 83 App. Div. 226 (1903) e *People v. Goldenberg*, 110 Misc. 548 (1920) ricorda poi che il *broker* viene considerato semplice <<debitore>> e non fiduciario, per i fondi a lui dati quale margine per operazioni speculative, o per il ricavato di *short sales*, o per i titoli acquistati *on margin* per il cliente.

GARANZIE FINANZIARIE E DIVIETO DEL PATTO COMMISSORIO

SOMMARIO: 1. La disciplina delle operazioni finanziarie come “sottosistema” del diritto privato: diritto privato generale e diritti secondi. 2. La generalizzazione da parte della disciplina sulle garanzie finanziarie del modello della clausola marciana. 3. L'*acquis* comunitario in tema di patto commissorio e la recente riforma delle garanzie mobiliari in Francia. 4. Evoluzione della dottrina italiana in tema di patto commissorio verso l'individuazione della *ratio* del divieto nell'arricchimento senza causa.

1. LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI FINANZIARIE COME “SOTTOSISTEMA” DEL DIRITTO PRIVATO: DIRITTO PRIVATO GENERALE E DIRITTI SECONDI

La gestazione ed il recepimento a livello interno della disciplina sul *Collateral* è avvenuta, guardando all'ordinamento italiano, nell'ambito di un clima culturale di revisione di alcuni dogmi del diritto civile considerati in passato dei veri e propri tabù. Già da anni, infatti, la dottrina ha proceduto ad un ridimensionamento del “falso mito” della *par condicio creditorum*¹, anche nella disciplina concorsuale²; alla

¹ Così MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 769 richiamando sul punto il noto scritto di SCHLESINGER P., *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, 918, 930; vanno altresì ricordati, prima ancora, CICCARELLO S., *Privilegio del credito e uguaglianza dei creditori*, Milano, 1983, 144 ss.; COLESANTI V., *Mito e realtà nella <<par condicio>>* e JAEGER P.G., *Par condicio creditorum*, negli Atti del III Congresso di Studi sulle procedure concorsuali, Sanremo, 1983, in *Fall.*, 1984, 1 ss.; TUCCI G., *Il diritto dei privilegi di fronte al principio di uguaglianza*, in *Foro it.*, 1984, I, 1984, I, 647. Da ultimo, sul tema, v. DE CICCO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, in *Quaderni della Rivista di Diritto dell'Impresa*, Napoli, 2007 e CAPPONI B., *Par condicio e intervento dei creditori*, in *Riv. esec. forz.*, 2, 2005, 249 ss.

rivisitazione *funditus* della disciplina delle garanzie mobiliari (in particolare del pegno³) nonché del principio del *numerus clausus* dei diritti reali di garanzia⁴ mediante la propensione ad una maggiore apertura verso le alienazioni in funzione di garanzia⁵; nonché, da ultimo, alla revisione dello stesso divieto del patto commissorio attraverso la rivalutazione dell'antica figura del patto marciano⁶ il quale - almeno nell'ambito della disciplina delle garanzie finanziarie - pare assurgere a modello di riferimento per le alienazioni in funzione di garanzia e per le nuove forme di autotutela, individuandosene la *ratio* nell'arricchimento ingiustificato nonché nel principio di proporzionalità tra credito e garanzia⁷ (in tale direzione pare convergere anche

² BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale del creditore pignoratizio*, in *Riv. dir. proc.*, 1990, 1068-1069.

³ Il pensiero corre, per il pegno, agli studi di GABRIELLI E., *Il pegno "anomalo"*, Padova, 1990 e ID., *Sulle garanzie rotative*, Napoli, 1998; in generale, per le garanzie mobiliari, il riferimento è a CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano, 2001 e a VENEZIANO, *op. cit.*; per alcune riflessioni, v. TROVATORE G., *op. cit.*, 277 ss. Si ricordano, inoltre, anche gli studi di PISCITELLO P., *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999. Più recentemente, v. pure le considerazioni di insieme di GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Bologna, 2006 284 ss.

⁴ Sul punto, v. MARINO R., *Recepimento della direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria. Le innovazioni nel diritto delle garanzie reali*, in *Rass. dir. civ.*, 4, 2005, 1170. Per l'affermazione secondo cui la disciplina sui contratti di garanzia finanziaria avrebbe determinato il definitivo superamento del divieto, v. BONFANTI F., *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria prevista dal D. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Studium iuris*, 5 e 7, 2007, 675.

⁵ ANELLI F., *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996; un orientamento contrario all'apertura verso forme di alienazione in funzione di garanzia si registra in MINNITI, G.F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 29 ss.

⁶ BUSSANI M., *Il problema del patto commissorio*, Torino, 2000 e CIPRIANI N., *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000.

⁷ In tal senso, come ricorda FIORENTINI F., *La riforma francese delle garanzie nella prospettiva comparatistica*, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1169, 1178 e 1198, era orientata la proposta del progetto della Commissione Grimaldi nominata dal Governo francese il 3 ottobre 2001 per la celebrazione del bicentenario del *Code civil* volta ad introdurre nelle disposizioni generali la statuizione secondo cui la garanzia non può essere una fonte di arricchimento per il creditore (art. 2287 co. 2 dell'*avant-projet de texte*). In Italia la rivisitazione del divieto del patto

“ragionevolezza commerciale” di cui all’art. 8 del Decreto⁸). Com’è stato osservato, poi, la stessa evoluzione legislativa ha determinato un progressivo svuotamento del principio della responsabilità patrimoniale del debitore con tutti i suoi beni che si traduce, da un lato, in una minor cura per gli interessi dei terzi creditori costituendo un’eccezione al principio dell’art. 2741 c.c.; e, dall’altro, in un maggior spazio per l’autonomia delle parti del rapporto di garanzia⁹.

Nonostante tale *milieu*, l’impatto nell’ordinamento interno del recepimento della Direttiva è stato, in ogni caso, definito “sismico”¹⁰ e foriero di una “rivoluzione silenziosa” in tema di garanzie reali¹¹; tanto che la dottrina ha osservato come “nuovi compiti [...] si profilano anche per lo studioso del diritto privato, con la sfida proveniente, nel caso specifico, dalle regole del diritto finanziario, tendente a provocare l’adeguamento delle categorie civilistiche alla nuova realtà normativa, la

commissorio alla luce dell’ingiustificato arricchimento e del criterio di proporzionalità si deve, rispettivamente, ai recenti studi di M. Bussani e N. Cipriani.

⁸ GUCCIONE A.V., *Commentario al D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2008, 4, 824.

⁹ GARDELLA A., *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano, 2007, 262 la quale ricorda pure che, a livello interno, lo stesso principio della responsabilità illimitata del debitore ha subito rimarchevoli evoluzioni dovute sia all’intensificazione dell’istituzione di patrimoni separati o destinati o comunque autonomi e segregati che alle limitazioni all’esercizio delle azioni revocatorie nel fallimento manifestazione della *par condicio creditorum*; sul punto, analogamente, MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Contratti*, 1, 2003, 86; sulla deroga alla regola della *par condicio creditorum*, v. pure PERASSI M., *Il diritto comunitario dei pagamenti*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 160.

¹⁰ CARRIERE P., *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 2, 186; ritiene che “il sistema italiano sia veramente nei guai. Ciò perché esso perde molta coerenza sistematica”, CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie dopo il d.lg. 170/2004*, in *Temi e problemi della civilistica contemporanea. Venticinque anni della Rassegna di diritto civile*, a cura di P. Perlingieri, Napoli, 2005, 39; SARTORI F., *I contratti di garanzia finanziaria nel D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170: prime riflessioni*, in *www.dirittobancario.it*.

¹¹ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 168.

quale non può più essere confinata in un angolo, soltanto in ragione della sua pretesa specificità: il tema del raccordo fra la disciplina del settore in questione – in questo caso quanto mai esemplificativo del fenomeno noto come ‘particolarismo legislativo’ – e quella del contratto nonché dell’obbligazione “in generale” si ripresenta, come appare evidente dal sia pur rapidissimo *excursus* sulla direttiva, suscitando non pochi quesiti che, in una certa misura, potrebbero rievocare il tradizionale dibattito sulla separazione fra diritto civile e diritto commerciale”¹².

A tale fine, cercando di cogliere le potenzialità di quest’ultima riflessione e muovendo dalla premessa secondo cui la Direttiva sembrerebbe confermare l’ormai acquisita maturità giuridica di un vero e proprio “sottosistema” del diritto privato avente ad oggetto la

¹² MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 768. In *terminis*, GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 3, 509 (lo scritto è apparso pure in www.judicium.it e in ID., *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino, 2006, 253 ss.) per il quale “gli effetti della nuova disciplina saranno significativi, al punto tale da aprire un nuovo capitolo nella storia degli istituti, così che diviene allora importante che i suoi profili vengano analizzati e ricostruiti, anzitutto sul piano sistematico secondo il metodo proprio del civilista”; BONFANTI F., *op. cit.*, 509. Sui rapporti tra diritto commerciale e diritto privato dell’impresa, v. VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, 8 ss.; PORTALE G.B., *Il diritto commerciale italiano alle soglie del XXI secolo*, in *Riv. soc.*, 2008, 1 ss. il quale, anche con riferimento alla disciplina delle garanzie finanziarie osserva come sia stata “la prepotente pressione del diritto europeo comunitario, attraverso le leggi di attuazione, a portare, anzitutto, ad una forte erosione dei principi generali del codice civile in materia di contratto, principi che sempre più spesso risultano inapplicabili là dove è presente un’impresa ed un imprenditore [...] Quella stessa pressione del diritto comunitario ha avuto per effetto, inoltre, l’introduzione nel diritto nazionale di nuove figure, difficilmente riconducibili al diritto civile (ad esempio, le c.d. garanzie finanziarie)” (12-13). La limitazione soggettiva della disciplina può essere considerata, secondo la dottrina, un valido argomento a favore della eccezionalità delle regole del Decreto negli innumerevoli casi in cui si porrà il problema di un’applicazione analogica di tali norme, laddove non risultino applicabili direttamente né le regole del decreto né quelle di diritto comune (GUCCIONE A.V., *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008, 48).

disciplina delle operazioni finanziarie¹³, è parsa utile l'applicazione sul piano metodologico di quel criterio di lettura delle disposizioni giusprivatistiche che si fonda sui rapporti fra le due categorie del diritto privato generale e dei diritti secondi¹⁴. Del resto, il legislatore comunitario, con la Direttiva *Collateral*, perseguendo l'armonizzazione del diritto sostanziale delle garanzie finanziarie, sia pure attraverso una contrattazione bilateralmente d'impresa¹⁵, si allontana dalle precedenti iniziative essenzialmente rivolte a definire questioni tipicamente di diritto internazionale privato, intendendo qui piuttosto “compiere un

¹³ MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva*, cit., 85; ID., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 736 per il quale “convergono in questo ambito delicate questioni giuridiche di natura squisitamente civilistica, che non è sempre agevole mettere a fuoco e analizzare con gli strumenti classici del diritto privato. Ciò per una serie di ragioni. Indubbiamente la novità della disciplina gius-finanziaria potrebbe aiutare a spiegarne alcune, al pari del pronunciato tecnicismo che mette a dura prova il giurista di formazione tradizionale, ma un ruolo significativo è senz'altro svolto dal persistente e diffuso atteggiamento di più o meno consapevole rifiuto o almeno ritrosia da parte dei civilisti ad approfondire temi aprioristicamente classificati come appartenenti alla branca “commerciale” del diritto privato (quando non siano ascritti addirittura al diritto “pubblico” dell'economia), con la conseguenza di un sostanziale isolamento degli interessi dello studioso civilista per via di steccati settoriali, la cui utilità pratica è oggi più che mai tutta da discutere, ed anzi da rifiutare”; v. pure LOBUONO M., *I derivati su merci fra contratto e new properties*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 483.

¹⁴ Il riferimento è a CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. Responsabilità civile e impresa bancaria*, in *Jus*, 1981, 158 ss.; ID., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997, 380 per il quale tale modello è “inteso a mostrare la necessità di un controllo da parte del cultore di diritto privato generale sulla utilizzazione degli istituti giuridici e delle categorie dogmatiche elaborati in seno al diritto primo, nell'ambito dei diritti secondi”; controllo “necessario perché i diritti secondi, a cagione della parzialità di impianto e di visione che li caratterizza, corrono costantemente [...] il rischio di fraintendimenti o di impieghi arbitrari”. Esiste però secondo tale dottrina “un aspetto ulteriore e altrettanto importante che, di contro al precedente, corre per così dire dai diritti secondi al diritto privato generale. Si tratta dell'influsso che quelli possono esercitare su questo, a livello normativo in termini di sviluppo o, se si vuole, di nuova conformazione degli istituti generali adoperati, a livello metanormativo in termini di arricchimento della prospettiva degli istituti medesimi” (*ibidem*). Per una recente riproposizione del metodo, v. ID., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 397 ss.

¹⁵ BUONOCORE V., *Contrattazione di impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, 132.

passo ulteriore verso l'edificazione di un vero e proprio "diritto privato europeo" come testimoniano le disposizioni riguardanti la forma e il contenuto dei contratti di garanzia, le norme sull'escussione, i rapporti con le discipline concorsuali"¹⁶.

Una riflessione in tal senso sembra poi a maggior ragione imporsi per il fatto che il decreto ha un ambito di applicazione soggettivo ed oggettivo che, solo relativamente, può dirsi limitato e dunque essere considerato un regime speciale di diritto uniforme¹⁷.

Come è stato osservato, infatti, nonostante originariamente la disciplina comunitaria fosse stata concepita limitatamente al *wholesale financial market* ed ai tipi di contratti che più spesso ricorrono in tale settore del mercato finanziario (specialmente quello interbancario), in forza di un'evoluzione definita "bizzarra" essa ha finito per riguardare anche il mercato *retail* e dunque tutte le garanzie reali del credito in cui l'oggetto della garanzia sia rappresentato da attività finanziarie¹⁸; addirittura, anche in sede di recepimento, si è dubitato che il legislatore italiano sia potuto incorrere in un eccesso di delega travalicando i limiti

¹⁶ BOCCUZZI G., *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006, 176; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, cit., 300; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 182, testo e nota 22. La bontà dell'opzione metodologica pare confermata da quanto recentemente è stato osservato da chi ha parlato del diritto privato dell'impresa come "diritto speciale in senso <<forte>>, che equivale ad un diritto autonomo rispetto al diritto privato generale e dotato di propri principi, capaci di applicazione analogica, senza per questo escludersi, nel caso di lacune, la possibile utilizzazione dei principi del diritto privato generale" (PORTALE G.B., *op. cit.*, 11 richiamando, tra l'altro, proprio la distinzione tra diritto privato generale e diritti secondi).

¹⁷ TROVATORE G., *op. cit.*, 292 ss.

¹⁸ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 29 ss. cui si rinvia per la storia legislativa della disciplina soprattutto per quanto riguarda l'ampliamento soggettivo dell'applicazione della Direttiva; v. pure gli accenti critici di CARRIERE P., *op. cit.*, 184 ss. Sempre per la storia legislativa della Direttiva v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 48 ss.

imposti dall'art. 31 della Legge, 3 febbraio 2003, n. 14 (legge comunitaria 2002)¹⁹.

Per una sorta di eterogenesi dei fini, infatti, la Direttiva *Collateral* da disciplina di settore è divenuta normativa a carattere generale, cosicché le motivazioni dell'adozione della nuova regolamentazione non vanno più ricercate nel solo obiettivo di ridurre il rischio sistemico e di rafforzare la libera circolazione dei capitali e la libera prestazione dei servizi bancari e finanziari all'ingrosso - secondo quanto previsto dal *considerando* n. III - ma anche nell'agevolazione dell'accesso delle imprese al denaro e quindi del mercato al dettaglio²⁰.

Peraltro, tale evoluzione (o, per alcuni, involuzione) può apparire meno "scandalosa" se solo si considera l'importanza che la c.d. "collateralizzazione" ha assunto quale tecnica di attenuazione del

¹⁹ CARRIERE P., *op. cit.*, 195. Nel Regno Unito è attualmente in corso una discussione sulla questione circa il travalicamento, da parte delle *Financial Collateral Arrangement (No. 2) Regulations 2003* (SI 2003 No. 3226) di recepimento della Direttiva *Collateral*, dell'*European Communities Act 1972*. La questione, sollevata in seno al caso *Alfa Telecom v. Cukurova* nel parere del Prof. Ross Cranston, è stata considerata inammissibile dalla Corte e, pertanto, non delibata; la problematica è stata approfondita in FINANCIAL MARKET LAW COMMITTEE, *Issue 132 Alfa Telecom Turkey Ltd. V. Cukurova Finance International Ltd. And Cukurova Holdings AS, Legal assessment of an issue raised in the above case, namely the extend to which the Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003 are ultra vires the European Communities Act 1972*, July 2008, in <http://www.fmlc.org/papers/Issue132Cukurova.pdf>. V. pure GEOFFREY Y., *Validity of the Financial Collateral Regulations*, in *Law and Financial Markets Review*, 2, 6, november 2008, 493 ss.

²⁰ GARDELLA A., *op. cit.*, 168 la quale osserva come sia legittimo chiedersi in che *misura* la Direttiva è stata motivata da oggettive ragioni di interesse generale, volte a creare le condizioni per la stabilità finanziaria, e quanto invece da interessi privati (p. 169). In particolare un corretto bilanciamento degli interessi imporrebbe che a tali agevolazioni per il creditore finanziario corrispondano facilitazioni nell'accesso al credito e nelle condizioni della sua erogazione specie per i soggetti con minore potere contrattuale (p. 170). Anche altri autori rilevano come "il processo di formazione della direttiva abbia troppo subito l'influenza delle banche e delle imprese di investimento", pure in relazione agli esoneri pubblicitari di cui godono i soggetti cui la disciplina risulta applicabile (FERRARINI G.-GIUDICI P., *Le garanzie su strumenti finanziari nel diritto comunitario: orientamenti e prospettive*, in *Fall*, 2002, 9, 1003).

rischio di credito (*credit risk mitigation*) nell'ambito dell'Accordo di Basilea II sui requisiti patrimoniali delle banche²¹, pure al fine di

²¹ GALLETTI D., *op. cit.*, 288. *Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework – Comprehensive Version*, Basel, June 2006, §§ 109 ss. L'accordo di Basilea II è stato recepito dalle Direttive 2006/48/CE del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio [in *G.U.U.E. L. 177 del 30 giugno 2006*] e 2006/49/CE del 14 giugno 2006 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi [in *G.U.U.E. L. 177 del 30 giugno 2006*]. L'attenuazione del rischio di credito è regolamentata dagli artt. 90 ss. della Direttiva 2006/48/CE e dall'allegato VIII; in particolare l'art. 92 co. 4 prevede che “*nel caso di protezione del credito finanziata, l'ente creditizio che concede il prestito ha il diritto di liquidare, a tempo debito, o di conservare le attività da cui deriva la protezione in caso di inadempimento, di insolvenza, di fallimento del debitore, e, se del caso, dell'ente depositario della garanzia reale, o in altre circostanze legate al credito previste nella documentazione relativa all'operazione*”. Nel recepire i principi di Basilea II le Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia in tema di attenuazione del rischio di credito prevedono che “*la protezione del credito di tipo reale è costituita da: a) garanzie reali finanziarie (collateral) – aventi ad oggetto contante, determinati strumenti finanziari, oro – prestate attraverso contratti di pegno, di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, di pronti contro termine, di concessione e assunzione di titoli in prestito*” nonché “*e) altre garanzie utilizzabili solo per le banche che applicano i modelli IRB (<<garanzie IRB idonee>>); esse comprendono la cessione di crediti e le <<altre garanzie reali>> (physical collateral) – aventi ad oggetto beni diversi da quelli che possono formare oggetto di garanzie reali finanziarie e di ipoteche immobiliari – prestate attraverso, ad esempio, contratti di pegno e di leasing*”. Sul punto si rinvia a ROZZI A.-BRUNO F., *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (<<over the counter>> in Italia*, in *Società*, 10, 2007, 1225 ss.; v. pure BONIFAZI A. – TROISE G., *Il nuovo ruolo delle garanzie nel processo di affidamento bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 2, 2008, 54 ss. Secondo CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 311 “il chiaro riferimento a metodologie e modalità di calcolo che consentono l'esatta valutazione di quest'ultimo [*Credit Risk Mitigation*] (dove la possibilità di beneficiare dell'ampia tipologia di garanzie che è dato rinvenire sul mercato) individua la necessaria premessa logica di una regolazione che si propone di analizzare i rischi che gli strumenti finanziari rinvenibili sul mercato possono comportare per gli intermediari e per gli investitori (siano questi risparmiatori, imprese od enti pubblici)”; in argomento, dello stesso Autore, v. I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto. *Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 57 ss.

Con riferimento alle garanzie reali la banca può scegliere tra il metodo semplificato in cui, analogamente all'Accordo di Basilea del 1988, la ponderazione di rischio della garanzia reale sostituisce quella della controparte per la porzione garantita dell'esposizione sottostante; e il metodo integrale il quale consente una più ampia compensazione tra *Collateral* ed esposizione riducendo di fatto l'ammontare di quest'ultima nella misura corrispondente al valore attribuito alla garanzia reale. Qualora la banca scelga di utilizzare il metodo basato sui *rating* interni essa dovrà adottare il metodo integrale. Affinché la garanzia reale possa fornire una protezione, non deve sussistere una rilevante correlazione positiva tra la qualità creditizia della controparte e il valore della garanzia. Secondo il *metodo semplificato* la ponderazione per il rischio dello strumento prestato a garanzia totale o parziale dell'esposizione sostituisce quella della controparte. Una garanzia reale è riconosciuta se viene prestata per almeno tutta la durata dell'esposizione e rivalutata *marking-to-market* con una frequenza minima di sei mesi. La ponderazione della parte

rimuovere le gravi inefficienze che caratterizzano i rapporti di finanziamento banca-cliente²² soprattutto in sede di esecuzione

garantita sarà soggetta a una soglia minima del 20%, salvo i casi di depositi in contanti, titoli emessi dalla banca e depositati presso la stessa e titoli pubblici con ponderazione pari allo 0%. Alla parte restante del credito dovrà essere assegnata una ponderazione commisurata alla controparte. Secondo il *metodo integrale*, mediante l'impiego di scarti prudenziali, le banche sono tenute ad aggiustare sia l'ammontare dell'esposizione verso la controparte sia il valore della relativa garanzia ricevuta per tener conto di future oscillazioni nel valore di entrambi, originate da movimenti dei prezzi di mercato: vengono così applicate "rettifiche per volatilità" (*haircuts*). Salva l'ipotesi che uno dei due elementi sia costituito da contante, l'ammontare dell'esposizione corretto per la volatilità sarà superiore a quello dell'esposizione originaria mentre il *Collateral* sarà inferiore. Quando l'ammontare corretto dell'esposizione è superiore al valore corretto della garanzia, le banche dovranno calcolare l'attività ponderata per il rischio come differenza tra i due importi moltiplicata per la ponderazione di rischio della controparte. In linea di massima le banche potranno calcolare gli scarti in due modi: basandosi sui livelli fissi indicati dal Comitato (scarti prudenziali *standard*) oppure sulle stime interne della volatilità dei prezzi di mercato (scarti stimati). Una banca potrà optare per uno dei due sistemi di calcolo indipendentemente dalla scelta operata fra metodo *standard* e metodo IRB di base per la misurazione del rischio di credito. Tuttavia le banche che decidono di impiegare gli scarti stimati dovranno applicarli all'intera gamma di strumenti ammissibili a tale tipo di calcolo.

²² BOCCUZZI G., *op. cit.*, 194 (cui si rinvia per i riferimenti bibliografici) il quale evidenzia che gli effetti negativi sulle banche determinano altresì la disponibilità delle stesse a concedere credito in misura minore o a tassi più elevati. Per una valutazione positiva dell'impatto della disciplina sulla facilitazione delle imprese all'accesso al credito, v. SARDO G., *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Contratti*, 2005, 624. A titolo esemplificativo l'A.B.I. chiarisce infatti che possono essere collateralizzati un contratto di mutuo, di fideiussione, oppure il finanziamento erogato ad enti territoriali, l'apertura di credito vantato nei confronti della P.A., nonché contratti relativi alla negoziazione di azioni, obbligazioni, titoli di Stato, quote di fondi comuni di investimento e altri strumenti finanziari (A.B.I., *Bozza di Circolare sui contratti di garanzia finanziaria*, 26 novembre 2007, 7). Sempre a titolo di esempio vengono ricordate le fattispecie di "pegno di strumenti finanziari costituito da un mutuatario a fronte di un'apertura di credito concessa da una banca; un margine di garanzia costituito come *collateral* a fronte di operazioni su strumenti derivati, nell'ambito della contrattualistica ISDA; un pegno di denaro costituito dal mutuatario a fronte di un prefinanziamento di mutuo fondiario; un pegno costituito su una partecipazione azionaria di controllo da parte del soggetto che si fosse reso acquirente della stessa, a favore di un'impresa di assicurazione venditrice, a garanzia del pagamento differito del prezzo; un pegno-cessione in garanzia dei crediti e, successivamente, delle somme incassate dalla banca a fronte di crediti commerciali ceduti e/o scontati e/o riscossi in operazioni c.d. <<autoliquidanti>>; un pegno di liquidità costituito a favore di una banca a fronte di un'emissione di una *cash confirmation* per un'offerta pubblica di acquisto; un pegno di danaro con finalità di *advance payment security* costituito a favore della banca committente, sugli importi da questa corrisposti a titolo di anticipo prezzo, da parte di un'impresa appaltatrice impegnata nella costruzione della nuova lussuosa sede centrale per conto della stessa banca! ecc." (CARRIERE P., *op. cit.*, 185-186, nota 3).

forzata²³; le quali, già da tempo, almeno nell'esperienza nostrana, hanno fatto auspicare una maggiore apertura verso forme di autotutela esecutiva²⁴ *sub specie* dei diritti potestativi ad attuazione stragiudiziale che il nostro ordinamento, a differenza di quello tedesco, ha, tutto sommato, lesinato²⁵ per ragioni storiche aderendo all'esempio francese molto sensibile ai corollari che in questo campo si sono voluti trarre dal divieto di privata autotutela²⁶.

Dal punto di vista soggettivo, possono invero beneficiare della disciplina le “*persone diverse dalle persone fisiche, incluse le imprese e le*

²³ Sul punto, v. pure LANZALAVECCHIA A. – TAGLIAVINI G., *Garanzie opportune, garanzie controproducenti*, in *Banca, impresa, società*, 2005, 3, 445 ss. i quali danno conto dei lavori svolti da un *focus group* che ha analizzato il Decreto sotto il profilo economico giungendo, tra l'altro, alla formulazione della proposizione secondo cui “maggiori sono le posizioni regolate in via stragiudiziale, maggiore sarà l'inefficacia delle procedure concorsuali avviate”, dal momento che “spingere verso l'escussione stragiudiziale, come previsto dal citato decreto legislativo, comporta che non ci sarà più un significativo interesse effettivo a chiudere le procedure concorsuali o a renderle più efficienti” (459). Dal punto di vista economico alla collateralizzazione propria dei contratti di *repurchase, securities lending* e derivati vengono attribuite le due funzioni del *recovery* e del *tradeability* (KEIJSER T., *op. cit.*, 16-17 e 131 ss.); secondo l'Autore è proprio tale ulteriore di *tradeability* che distingue i *financial collateral arrangements* dai tradizionali *security interests* che invece presentano soltanto una funzione di *recovery* non potendo la parte garantita disporre degli *assets* in assenza di un *event of default*: infatti la funzione di *tradeability* nel sistema tradizionale non è compatibile con i *security interests* necessitando di un *outright transfer* del *collateral* (133 e 135).

²⁴ BONGIORNO G., *Profili sistematici e prospettive dell'esecuzione forzata in autotutela*, in S. Mazzamuto (a cura di), *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, Napoli, 1989, 741 ss.; MAZZA M., *Tutela giudiziaria del creditore e procedure di autotutela esecutiva. Spunti comparatistici*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 472; più recentemente, v. BIANCA C.M., *Autotutela*, in *Enc. dir.*, Agg. IV, Milano, 2000, 130 ss.

²⁵ Si ricordano i casi di vendita del pegno, la vendita e la compera coattive previste dagli artt. 1515 e 1516 c.c., la compensazione, la cessione dei beni ai creditori, la vendita di azioni e quote per mancato pagamento dei conferimenti (artt. 2344 e 2347 c.c.), il deposito cauzionale e l'incameramento della cauzione, la percezione diretta delle rendite e dei frutti dell'immobile ipotecato, l'immissione nel possesso *ex art.* 41 T.U. sul credito fondiario, il soddisfacimento del credito attraverso l'azione diretta, l'esecuzione tributaria (BONGIORNO G., *Profili sistematici, cit.*, 741 ss.

²⁶ CONSOLO C., *Spiegazioni di diritto processuale civile*, I, *Le tutele: di merito, sommarie ed esecutive*, Padova, 2008, 118.

associazioni prive di personalità giuridica, purché la controparte sia un ente definito ai numeri da 1) a 4)”, ossia un ente finanziario o assicurativo²⁷ e quindi una controparte qualificata²⁸. Oltre all’inclusione dell’imprenditore individuale tra i soggetti beneficiari della disciplina²⁹, si precisa

²⁷ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 39.

²⁸ In tal modo la disciplina è destinata ad avere una applicazione “vastissima”: SARDO G., *op. cit.*, 620.

²⁹ Dal testo legislativo sono sorti dubbi in ordine all’applicazione della disciplina anche all’imprenditore individuale e alle associazioni di cui all’art. 36 ss. c.c. Attraverso il richiamo del testo inglese (“including unincorporated firms and partnerships”) e francese [“y compris une entreprise non constituée en société et un groupement (partnership)”] della Direttiva si giunge alla conclusione che l’imprenditore individuale sia compreso al pari dei raggruppamenti tra imprese ed il GEIE, mentre le associazioni di cui all’art. 36 ss. c.c. sono escluse, non essendo affatto assimilabili alle *partnership*: CANDIAN ALB., *ibidem*; per la soluzione favorevole all’inclusione dell’imprenditore individuale nel novero dei soggetti che possono beneficiare della normativa, v. SARDO G., *op. cit.*, 620 sul rilievo dell’assenza del riferimento ad una “soglia dimensionale minima”; GARDELLA A., *op. cit.*, 175; ANNUNZIATA, *op. cit.*, 195-196, nota 55; DOLMETTA A.A., *Le garanzie sulle attività finanziarie: i punti cardinali del D.Lgs. 170/2004*, in *Convegno Synergia Formazione*, Milano, 17-18 marzo 2005; GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie: semplificazione ed efficienza*, in *Amm. e fin.*, 2005, 3, 39 ss.; BAGGIO F.-REBECCA G., *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e quote*, Milano, 2005, 188; BONFANTI F., *op. cit.*, 510, per i quali implicitamente la normativa sarebbe applicabile pure alle associazioni riconosciute ed alle fondazioni (per le associazioni, v. pure TROVATORE G., *op. cit.*, 295, nota 45); MASTROPAOLO E. M., *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 526; A.B.I., *Bozza di Circolare*, cit., 8 ove, a sostegno dell’estensione della normativa, è richiamata pure Corte Cost., 22 novembre 2002 n. 469 che ha escluso l’estensione dell’art. 1469-bis c.c. in materia di tutela del consumatore alle piccole imprese e a quelle artigiane. Anche la Relazione alla Direttiva evidenzia che “tutte le imprese dovrebbero poter trarre beneficio dalla direttiva a condizione che la loro controparte sia un’istituzione finanziaria”. V. pure GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 58 cui si rinvia (pp. 46 ss.) ai fini di una ricognizione critica dei soggetti cui è applicabile la disciplina in materia di garanzie finanziarie: secondo tale Autore, nonostante l’ampiezza della formulazione, l’elenco dei soggetti rappresentati deve ritenersi tassativo, pena l’inutilità dei limiti al novero dei soggetti che possono essere parte di un contratto di garanzia finanziaria in quanto chiunque potrebbe eludere tali limiti semplicemente facendosi rappresentare da una persona giuridica. Viene inoltre sollevato il dubbio circa la portata <<territoriale>> dei requisiti soggettivi non essendo chiaro se la Direttiva intenda limitare i propri effetti nei rapporti tra soggetti che si trovino all’interno dell’Unione Europea, ovvero se essa sia tale da applicarsi anche nei rapporti con soggetti extracomunitari richiamandosi quale esempio un contratto di garanzia finanziaria stipulato da una società con sede negli Stati Uniti d’America, con una banca comunitaria; o, viceversa, un contratto stipulato da una società italiana con una banca statunitense (ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 196). Per un’analisi dei provvedimenti di recepimento della Direttiva sotto il profilo dell’applicazione soggettiva della disciplina in Olanda, Germania e Regno Unito, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 69-70 e WIBIER R.M., *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive*, October 20, 2008, Tilburg

comunque che le limitazioni soggettive relative all'applicabilità della disciplina riguardano il contratto di garanzia in sé, non anche l'obbligazione garantita, tanto che non è previsto che le parti contraenti del negozio di *Collateral* debbano necessariamente coincidere con quelle dell'obbligazione garantita (art. 1 lett. o); ne deriva che, potendo essere il *collateral provider* anche un soggetto diverso dal debitore³⁰, pure le obbligazioni finanziarie assunte da una persona fisica possono essere validamente garantite da *Collateral* se i soggetti contraenti, diversi dal debitore principale, rientrano tra quelli indicati nel decreto³¹.

Dal punto di vista oggettivo, poi, da un lato, è stato chiarito come, in buona sostanza, la nozione di “obbligazioni finanziarie” sia collimante con quella di “obbligazioni pecuniarie”³² comprendendo pure le obbligazioni di dare consistenti nella consegna di un titolo³³; dall'altro, l'art. 1, co. 1, lett. c), qualificando quali attività finanziarie suscettibili di formare oggetto dei contratti di garanzia, anche le altre attività accettate a garanzia delle operazioni del sistema delle banche

*Institute of Comparative and Transnational Law, Working Paper No. 2008/11, in <http://ssrn.com>; in particolare per la Germania, v. LÖBER K., *The German Implementation of the EC Directive on Financial Collateral Arrangements*, in *Journ Int'l Banking Law & Reg.*, 2005, 20 (2), 72-78.*

³⁰ GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 39 ss.

³¹ A.B.I., *Bozza di Circolare*, cit., 9.

³² CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 37-38; CARRIERE P., *op. cit.*, 193; SARDO G., *op. cit.*, 618; GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 39 per il quale vanno esclusi i soli rapporti fra persone giuridiche che non siano operatori finanziari e quelli correnti con i privati, il che equivale ad abbracciare, per eccesso, tutte le obbligazioni, sia quelle di natura finanziaria sia quelle di altra natura, correnti fra imprese e operatori. Per l'esclusione della possibilità che il *Collateral* possa essere impiegato a garanzia di qualunque credito e quindi a garanzia di rapporti obbligatori diversi da quelli rientranti nella nozione di obbligazione finanziaria di cui all'art. 1 co. 1, lett. o) v. GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 35 (per il pegno, 39; per la cessione del credito e per i trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia, 39-40).

³³ SARDO G., *op. cit.*, 618.

centrali europee e dei sistemi di regolamento (all'interno dei quali avviene la conclusione dei contratti di garanzia di maggiori dimensioni), fa sì che la nozione di *Collateral* possa abbracciare anche beni diversi dagli strumenti finanziari e dal contante³⁴ così ricomprendendo pure i metalli preziosi (relativamente al Sistema Europeo delle Banche Centrali - SEBC) e – in forza del rinvio all'art. 1, co. 1, lett. r) del D.Lgs. 12 aprile 2001, n. 210 di attuazione della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 *Settlement Finality* sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o regolamento titoli - le “altre attività prontamente realizzabili da chiunque e in qualunque modo” in cui può rientrare “qualsiasi bene o credito appartenente a un soggetto economico, senza possibilità di stabilire se debba trattarsi di diritti di natura finanziaria o altro (es. beni mobili, quali potrebbero essere i metalli preziosi, o un quadro³⁵), di un bene singolo o di un complesso

³⁴ Per contante il Decreto intende il “denaro accreditato su un conto o analoghi crediti alla restituzione di denaro, quali i depositi sul mercato monetario” e, pertanto, la moneta scritturale. Dalla nozione di contante esulano, dunque, le cessioni dei crediti alla prestazione di beni o servizi come pure il pegno su cambiale: BONFANTI F., *op. cit.*, 511.

³⁵ Contrario a che possano formare oggetto di garanzia finanziaria beni artistici, gioielli, merci, ecc. in quanto l'assenza dei requisiti di liquidità non li rende adatti come beni oggetto delle garanzie finanziarie in uso sui mercati finanziari, è MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie (mercati finanziari)*, in *Dig., disc. priv., sez. commerciale*, Agg. 4, Torino 2008, 304. La crescita negli U.S.A. del fenomeno dei prestiti su pegno di opere d'arte e di diritti sulle opere dell'ingegno, nell'attuale situazione di *credit crunch* e di crollo dei prezzi degli immobili (su cui v. VALSANIA M., *I prezzi delle case perdono i 18,2% alla fine del 2008*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 4; ID., *All'asta anche le case di Manhattan*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 3) che rende difficile l'alternativa dell'ipoteca, è riferita negli articolo di ROVEDA D., *Rubens e Warhol finiscono al monte dei pegni di lusso*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 33 ove si dà la notizia che società come ArtLoan di Los Angeles nonché Art Capital Group e Art Finance Partners di New York a tassi che vanno da 6% al 24% “concedono prestiti generalmente pari al 40% del valore delle opere impegnate” e “prendono possesso dei pegni alla scadenza stabilita senza eccezioni”; per la situazione statunitense, v. pure ZAMPETTI C., *Crescono i prestiti garantiti dall'arte*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21 ove viene data notizia che anche *private bank* come USTrust/Bank of America, Citibank, First Republic Bank e JP Morgan offrono prestiti con

di beni o di altro ancora³⁶; in tal modo la nozione di attività finanziaria viene dilatata senza fissazione di confini precisi³⁷.

garanzia su opere d'arte. Per l'analisi della situazione italiana ed inglese, v. PIRRELLI M., *La crisi di liquidità aumenta gli affari dei <<panbroker>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21 ove si riferisce che proprio le difficoltà legate alla vigenza del divieto del patto commissorio hanno indotto Banca Etruria a chiedere l'intervento della Banca Popolare di Garanzia (evoluzione dei Confidi) al fine di rilasciare una garanzia sulle opere poste in pegno³⁶.

³⁶ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 66 il quale precisa che spetterà ai gestori dei sistemi di regolamento o ai partecipanti a tali sistemi, anziché alle autorità di vigilanza, nell'esercizio della libertà di disciplinare il funzionamento del sistema, stabilire quali tipi di beni potranno essere usati come collaterale nelle operazioni concluse al loro interno. Il primo sistema di garanzie adottato dall'Eurosistema è stato realizzato su due liste per assicurare un ordinato passaggio all'euro e per ridurre al minimo i costi di adeguamento per i sistemi bancari nazionali. Sono state individuate due liste di attività stanziabili per tener conto delle diverse strutture esistenti a livello nazionale. La lista di "primo livello" comprende strumenti di debito negoziabili (per esempio, titoli di Stato oppure obbligazioni con elevato *rating*) che soddisfano particolari criteri di stanziabilità definiti dalla BCE e validi per l'UEM; la lista di "secondo livello" comprende altri strumenti, negoziabili e non, che hanno particolare importanza per i mercati finanziari e sistemi bancari a livello nazionale, previa autorizzazione della BCE. L'Eurosistema ha tuttavia deciso di sostituire questo sistema su due livelli con un sistema basato su una lista unica. La transizione verso la lista unica è graduale: la prima fase, che ha riguardato le attività negoziabili, è stata attuata nel maggio 2005. La seconda, consistente nell'inclusione dei prestiti bancari, è iniziata nel gennaio 2007 e vedrà la sua conclusione nel gennaio 2012. La lista unica è una risposta agli svantaggi del sistema di garanzia a due livelli e conferma l'elevato grado di integrazione dei mercati finanziari già raggiunto all'interno dell'area euro. Sulle attività finanziarie utilizzabili nel SEBC ha inciso pure la possibilità per le banche, introdotta da Basilea II, di effettuare *rating* interni: infatti se normalmente per accedere ai finanziamenti della BCE occorre mettere a disposizione crediti di società con un *rating* esterno emesso da un'agenzia, la banca che gode dell'autorizzazione ad effettuare il *rating* interno può attingere al canale BCE dando in *Repo* anche crediti di società che non hanno un *rating* ufficiale (sul punto v. l'intervista a G. Oricchio – responsabile *Group Credit Treasury* di Unicredit Group, autorizzato dalla Banca d'Italia ad effettuare il *rating* interno - rilasciata a FACILE E.-MEDIOLI G., *Gestire i rischi: nuovi scenari dopo la crisi finanziaria*, in *Amm e fin.*, 1, 2009, 51).

In relazione al recente rilancio del mercato interbancario attraverso la creazione, fino al 31 gennaio 2009, del segmento del Mercato interbancario collateralizzato (Mic) sulla piattaforma di e-mid Sim S.p.a. (su cui v. più ampiamente, *infra*, nota 55), fungeranno da *Collateral* i titoli stanziabili presso l'Eurosistema (*asset* fino a tripla B, compresi alcuni *Asset Backed Securities-ABS*, per la cui definizione si rinvia al capitolo III, nota 415), le attività garantite dallo Stato ed i titoli a rischio che dall'ottobre 2008 le banche possono cedere alla Banca d'Italia in cambio di titoli di Stato di qualità (da presentare alla BCE). Dopo la sottoposizione all'amministrazione controllata di Lehman Brothers nella metà del mese di settembre 2008, la *Federal Reserve* ha ulteriormente allargato i criteri in base ai quali accetta obbligazioni come *collateral* a garanzia dei suoi prestiti in denaro o titoli del Tesoro U.S.A.: "ormai accetta quasi tutto, anche i titoli-spazzatura" [GAGGI M., *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*, Roma-Bari, 2009, 95 il quale paragona la FED ad una "specie di *hedge fund* il cui portafoglio è ormai pieno di titoli <<tossici>> dati in pegno dalle banche a fronte dei prestiti ricevuti dall'Istituto di emissione";

Quanto agli strumenti finanziari, l'esigenza di una rapida escutibilità della garanzia da parte del beneficiario comporta che la negoziabilità sul mercato dei capitali rappresenti un requisito imprescindibile per l'applicazione della disciplina³⁸ determinandone la

ciò ha determinato “un deterioramento della qualità dell'attivo che in passato era composto soprattutto da titoli del Tesoro, oltre che da riserve valutarie e oro, mentre ora è diventato massiccio l'afflusso di *junk bonds*, i titoli <<spazzatura>> consegnati dalle banche per ottenere liquidità” (109)]; il Governo statunitense Bush invece con l'istituzione del fondo *Troubled Assets Relief Program* (TARP) il 3 ottobre 2008 aveva stanziato 700 miliardi di dollari con i quali aiutare le banche a recuperare liquidità mediante l'acquisto, da parte del Tesoro, dei titoli bloccati nel portafoglio degli istituti; un ulteriore piano è stato annunciato il 22 marzo 2009: VALSANTIA M., *Piano da mille miliardi per gli asset tossici Usa*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 marzo 2009, 1 e 3.

³⁷ SARDO G., *op. cit.*, 618. Secondo ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 200 la definizione di contanti, pur escludendo le banconote, comprende i depositi del mercato monetario anche quando tali depositi non siano accreditati su un conto.

³⁸ A.B.I., *Bozza di Circolare, cit.*, 11 la quale, ricordando che ai sensi dell'art. 1, co. 2, lett. a) del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – T.U.F. la nozione di strumento finanziario presuppone la negoziabilità sul mercato dei capitali, esclude dal novero delle attività finanziarie collateralizzabili non solo le quote di s.n.c., ma anche le quote di s.r.l. le quali pur essendo rappresentative di capitale di rischio non sono negoziabili sul mercato dei capitali. Per Basilea II le garanzie finanziarie considerate idonee sono: depositi in contante presso la banca esposta al rischio di controparte, compresi certificati di deposito o strumenti assimilabili emessi dalla banca creditrice; oro; titoli di debito dotati di *rating* esterno; titoli di debito emessi dalle banche non dotati di *rating* e quotati in mercati ufficiali; azioni comprese in uno dei principali indici di borsa; certificati trasferibili di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e quote di fondi comuni. Oltre a tali strumenti nel metodo integrale sono idonei al riconoscimento anche le azioni quotate in mercati ufficiali e certificati di investimento/quote di fondi comuni che comprendono tali azioni.

La protezione dal rischio di credito nell'ambito di Basilea II può avvenire anche mediante la stipulazione di contratti derivati di credito ma esclusivamente *Credit Default Swap* e *Total Rate of Return Swap* (su cui, v. *infra*, nota 50). Se la protezione del credito mediante garanzia personale o derivato su credito è diretta, esplicita, irrevocabile e incondizionata, le autorità di vigilanza possono consentire alle banche di tenere conto di tale protezione nel calcolo dei requisiti patrimoniali. Analogamente all'Accordo di Basilea del 1988, si applica il metodo della sostituzione. Pertanto, ai fini della riduzione dei requisiti patrimoniali saranno ammesse soltanto le garanzie personali emesse o le protezioni fornite da entità cui è assegnata una ponderazione di rischio inferiore a quella della controparte, in quanto alla quota protetta dell'esposizione è attribuita la ponderazione del garante o del fornitore della protezione, mentre la quota non coperta mantiene la ponderazione di rischio del debitore principale. I requisiti operativi prevedono pertanto che una garanzia personale/derivato su crediti debba rappresentare un credito diretto verso il fornitore della protezione e riferirsi esplicitamente ad una specifica esposizione o ad un *pool* di esposizioni (il che consente di considerare ammissibili le garanzie collettive quali quelle fornite dagli organismi di garanzia collettiva dei fidi – Confidi) così che l'entità della copertura sia chiaramente definita ed incontrovertibile. La copertura deve

maggiore liquidità. Il Decreto rinvia, infatti, agli strumenti finanziari elencati nell'art. 1 co. 2, lett. da a) ad e) del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – T.U.F. E' discusso, tuttavia, se nell'ambito di applicazione della disciplina rientrano solo gli strumenti finanziari immessi nel sistema di gestione accentrata (indipendentemente dalla circostanza che gli stessi siano dematerializzati o meno³⁹⁾ oppure anche gli strumenti finanziari in forma cartacea, non immessi in gestione accentrata⁴⁰⁾. E' stato tuttavia correttamente osservato come il dubbio sembra investire non

essere irrevocabile: non sono ammesse clausole contrattuali che consentono di annullare unilateralmente la copertura del credito o che aumentano il costo effettivo di quest'ultima a seguito di un deterioramento della qualità creditizia dell'esposizione garantita. Inoltre la garanzia non deve essere soggetta a condizione: non sono consentite clausole contrattuali che evitano al fornitore della protezione l'obbligo di effettuare tempestivamente i pagamenti dovuti nel caso in cui la controparte originaria non abbia adempiuto all'obbligazione prevista nel contratto. Con riferimento ai soggetti riconosciuti come garanti, la disciplina prevede che essi possono essere: governi, enti del settore pubblico, banche e società di intermediazione mobiliare con ponderazione di rischio inferiore a quella della controparte; altre entità con *rating* pari o superiore ad A-. E' compresa la protezione del credito fornita da società capogruppo, filiazioni e affiliate con una ponderazione di rischio inferiore a quella dell'obbligato. Nell'ambito della misurazione del rischio di credito mediante *rating* interni, il riconoscimento delle garanzie e dei derivati di credito prevede modalità più complesse basate sulla stima della PD e/o della LGD del garante alle quali si accompagna un più ampio riconoscimento di soggetti garanti. In Europa quattro agenzie di *rating* (Moody's, Standard & Poor's, Fitch e DBRS) hanno ottenuto il riconoscimento ECAI (*External credit assessment institution*) valido ai fini dei nuovi criteri di calcolo per il capitale prudenziale delle banche basato su *rating* esterni e interni.

³⁹⁾ In effetti, non è pacifico se degli strumenti finanziari immessi nel sistema di gestione accentrata possono costituire oggetto di garanzia finanziaria esclusivamente quelli in forma scritturale ovvero pure quelli cartolari. Sul punto, anche in relazione ad altri ordinamenti che hanno recepito la Direttiva, v. GARDELLA A., *op. cit.*, 184 ss.; per l'inclusione anche degli strumenti finanziari cartolari oltre che di quelli scritturali, v. CARRIERE P., *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, 23, 41-42; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 203, con la riserva che siano negoziabili sui mercati di capitali; BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti di garanzia*, a cura di F. Mastropaolo, Torino, 2006, t. 2, 1516.

⁴⁰⁾ E' stato osservato che ciò rileva con riferimento alle quote di fondi comuni di investimento che in Italia (salvo che per i fondi quotati, che nel nostro Paese costituiscono la minoranza), sono ancora rappresentate in forma cartacea (titoli di credito al portatore e nominativi) (A.B.I., *Bozza di Circolare*, *cit.*, 10, nota 19).

tanto l'esistenza di un supporto cartolare quanto l'idoneità degli strumenti finanziari rappresentati da certificati di soddisfare la nozione di garanzia finanziaria sotto il profilo della liquidità e della pronta realizzazione⁴¹. Come pure è discusso se i derivati di credito indicati nell'art. 1, co. 2, lett. f) ss. del T.U.F., pur restando esclusi dalla Direttiva e dal Decreto possano essere inclusi nella nozione di attività finanziaria in forza del recepimento della Direttiva 2004/39/CE⁴² (c.d. MiFID) la quale, come è noto, annovera tra gli strumenti finanziari anche tali strumenti⁴³.

La particolare tipologia delle attività finanziarie consente pure di temperare gli accenti critici mossi alla disciplina. Infatti, già in passato ai fini di un'apertura verso interpretazioni più liberali dell'art. 2797, ult. co., c.c. e nell'ottica dell'universale rilievo delle inefficienze delle procedure di vendita forzata in cui il prezzo ricavato tende a collocarsi ad un livello inferiore al valore di mercato dei beni⁴⁴, si osservava che “la semplificazione e l'abbreviazione della vendita rappresentano un vantaggio sia per il creditore che per il debitore in tutti quei casi in cui la commerciabilità della cosa può, nel trascorrere del tempo, pregiudicarsi [...] Ciò è particolarmente vero quando

⁴¹ GARDELLA A., *op. cit.*, 185.

⁴² La Direttiva è stata modificata dalla Direttiva n. 2006/31/CE e poi implementata dalla Direttiva n. 2006/73/CE.

⁴³ A.B.I., *Bozza di Circolare, cit.*, 11 ove peraltro si osserva che sarebbe auspicabile, per ragioni di coerenza sistematica, che la nozione di strumento finanziario recata dalla Direttiva *Collateral* sia resa coerente con quella della Direttiva MiFID. Secondo GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 66, dalla definizione del Decreto sono invece esclusi gli strumenti finanziari derivati di cui alle lettere f), g), h), i) e j) dell'art. 1 co. 2 del TUF.

⁴⁴ CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari, cit.*, 63, nota 94.

oggetto del pegno siano merci deteriorabili e deprezzabili, ovvero titoli il cui valore è soggetto a repentine fluttuazioni; e ciò è particolarmente vero nell'ambito di chi professionalmente accetta questi pegni a garanzia dei propri crediti, ossia specialmente nell'ambito dell'attività bancaria⁴⁵.

L'utilità del criterio di lettura basato sul rapporto delle categorie del diritto privato generale e del diritto secondo emerge dalla circostanza che il Decreto, per la sua portata innovativa⁴⁶, come anticipato, ripropone anche i rapporti tra diritto civile e diritto commerciale⁴⁷. Infatti, come osservato, qualsiasi obbligazione pecuniaria sorta tra i soggetti indicati dal decreto sarebbe suscettibile di

⁴⁵ MAZZARELLA S., *Sulla derogabilità dell'art. 2797 cod. civ.* (nota a Cass., 5 febbraio 1977, n. 496), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1977, II, 173; v. pure FOSCHINI M., *In tema di pegno di titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, I, 161 ss.

⁴⁶ In sintesi gli aspetti innovativi sono stati individuati nel fatto che "l'attuale sistema sfuma qualsiasi distinzione tra efficacia ed opponibilità della garanzia, e ai fini dell'efficacia pare perdere rilevanza alcuna il requisito della "data certa" venendo così a tramontare i classici e costosi sistemi sin qui previsti dall'ordinamento per acquisirla e i macchinosi espedienti escogitati dalla pratica per evitare ricadute fiscali e costi notarili. Cade il tabù del patto commissorio, presidiato sino ad ora dal granitico divieto di cui all'art. 2744 c.c.; vengono definitivamente sdoganati la cessione con funzione di garanzia e il patto marcano; risulta incrinato il requisito dello spossessamento; viene conferita massima versatilità al creditore pignoratizio e al costituente nella possibilità di utilizzare l'oggetto del pegno e nella facoltà di sostituirlo e integrarlo senza comprometterne validità e continuità (con buona pace per decenni di aspri contrasti dottrinali e giurisprudenziali nell'ammissibilità del "pegno rotativo"). Vengono poi liberalizzate le modalità di escussione, sovvertendosi alcuni principi cardine del nostro diritto fallimentare e sottraendo le garanzie finanziarie alle rigidità e ai formalismi delle procedure concorsuali. Viene infine sancita la legittimità di clausole di accelerazione e di *netting* al verificarsi di situazioni di insolvenza e sostanzialmente ridimensionato il regime normale di revocabilità delle garanzie" [CARRIERE P., *La nuova normativa*, cit., 186, nota 4; v. pure BENEDETTI L., *Il pegno nel d. Euro e in quello sulle garanzie finanziarie (spossessamento, rotatività)*, in <http://www3.unicatt.it/unicattolica/Dottorati/DirittoCommerciale/Allegati/Benedetti27gennaio2006.pdf>]. Per i profili di diritto internazionale privato, v. GARDELLA, *op. cit.*; BARIATTI S., *Le garanzie finanziarie nell'insolvenza transnazionale: l'attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, 841 ss.; VISMARA F., *Legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari in forma scritturale*, in *Dir. comm. int.*, 345 ss.

⁴⁷ MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 736.

essere assistita da un contratto di garanzia finanziaria dandosi luogo quasi ad un paradosso consistente nel fatto che l'interpretazione letterale di una definizione inserita in una normativa di settore estende l'ambito di applicazione di quest'ultima oltre i confini ad essa propri (il sistema dei mercati finanziari)⁴⁸.

La disciplina sulle garanzie finanziarie sembra avere in buona sostanza generalizzato, sia pure entro un ambito relativamente limitato, il sistema delle garanzie operanti tra i soggetti partecipanti ai sistemi di pagamento e regolamento titoli di cui al D.Lgs. n. 210 del 2001 di recepimento della Direttiva *Settlement Finality*⁴⁹; nonché i sistemi di

⁴⁸ SARDO G., *op. cit.*, 618.

⁴⁹ Per tale constatazione, v. LAUDONIO A., *Le clause di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, in *Dir. fall.*, 2007, I, 562 secondo il quale “è stato superato il discrimine tra principi e deroghe, essendo le seconde assurde ad una posizione di assoluto predominio”. L'art. 8 del D.Lgs. 12 aprile 2001, n. 210 (su cui SCIARRONE ALIBRANDI A., *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 e tit. cred.*, 2001, 373; PERASSI M., *L'attuazione della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento*, *ivi*, 816) dando attuazione all'art. 9.1. della Direttiva *Settlement Finality* ha determinato l'isolamento dei diritti del detentore di una garanzia in titoli dagli effetti dell'insolvenza del partecipante datore della stessa, consentendo la realizzazione, con le modalità contrattualmente previste e anche in deroga alle norme concorsuali, delle garanzie costituite prima del momento di apertura della procedura, ad esclusivo soddisfacimento dei crediti derivanti dalle operazioni che avessero carattere di definitività o connesse con le funzioni di banca centrale. Il Decreto attuativo della Direttiva *Collateral* all'art. 11 co. 3, tenuto conto delle innovazioni introdotte con riferimento alla generalità delle garanzie finanziarie in materia di “*autorealizzazione*” delle garanzie stesse nei casi di inadempimento o insolvenza (artt. 4 e 8) ha dettato l'espressa abrogazione dell'art. 8, con esclusione dei commi da 1 a 6, dell'art. 6, co. 3 che ad esso faceva rinvio e dell'art. 9. La mancata abrogazione dei commi 1 e 6 dell'art. 8 mira a consentire la salvaguardia della realizzazione delle predette garanzie, nei confronti del sistema, anche dagli effetti di eventuali azioni di nullità, conservando per tale aspetto alla disciplina in materia un ambito di protezione più incisivo rispetto alla Direttiva *Collateral*, giustificato dalle peculiari esigenze di stabilità insite nel funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento e nelle operazioni di banca centrale (BOCCUZZI G., *op. cit.*, 173-174). Per l'affermazione di tale estensione, v. MAZZINI F., *Con direttiva e decreto di attuazione ridotte le norme interne sull'insolvenza*, in *Guida al dir.*, 2004, 37, 47; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 301.

L'estensione operata dal Decreto segnala la progressiva tendenza ad una generalizzazione di norme eccezionali, inizialmente nate a garanzia del funzionamento dei sistemi di regolamento

marginazione propri dei mercati degli strumenti derivati⁵⁰ e consistenti

titoli e che progressivamente si espandono a più vaste aree della disciplina delle operazioni finanziarie, rispetto alle quali principi generali dell'ordinamento finiscono per essere "messi fra parentesi" a beneficio esclusivo della tutela della stabilità dei mercati (MARCUCCI M., *Regole e garanzie del trading e del settlement: la Cassa di compensazione e garanzia e i sistemi di compensazione netti e lordi*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 541, richiamando l'espressione di SCIARRONE ALIBRANDI A., *La definitività dei pagamenti dalla direttiva 98/26/CE al d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 812).

⁵⁰ Il sistema dei margini di garanzia è, tra gli altri, previsto nei contratti di *Credit Default Swap*. Si tratta di una tipologia molto diffusa di derivato creditizio in base al quale un soggetto (venditore di protezione), verso il pagamento di un premio, si obbliga a corrispondere a un'altra controparte (compratore di protezione) un importo prefissato qualora, entro una certa data, un terzo soggetto diventi insolvente nel rimborso di un prestito obbligazionario (*reference entity*). Se un investitore ha comprato obbligazioni ma non vuole perdere il rimborso nel caso di *default* dell'emittente può stipulare con una controparte un CDS: pagando un premio, misurato in centesimi di percentuale dell'importo da assicurare, nell'ipotesi in cui si verifichi un *credit event* riguardante l'emittente sarà la controparte del CDS a rimborsare all'investitore l'intero investimento. In pratica chi compra un CDS si protegge dal rischio di insolvenza di un dato soggetto mentre chi vende un CDS si espone al rischio di insolvenza di un dato soggetto. I CDS possono avere anche diverse *reference entity* (*basket CDS*) ovvero un indice di mercato (*index CDS*) e possono essere utilizzati tanto per ridurre ovvero coprire l'esposizione di una parte nei confronti di un terzo - cioè acquistando l'assicurazione del *default* - tanto possono essere utilizzati dagli speculatori i quali scommettono sulle fortune finanziarie del terzo preso a riferimento. Secondo la Suprema Corte gli intermediari autorizzati informano tempestivamente e in forma scritta l'investitore appena le operazioni in derivati disposte per obiettivi diversi da quelli di copertura hanno provocato un volume di perdite, effettive o potenziali, superiore al 50% del valore delle somme costituite a provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Questo vincolo, avverte la Cassazione, non può essere considerato rispettato solo con la comunicazione periodica dell'esito delle operazioni (Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, riferita da NEGRI G., *Derivati, perdite in chiaro*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 28). Il mercato dei CDS non è regolamentato e risulta ampiamente privo di trasparenza. Per alcuni dati statistici, v. LONGO M., *Le 10 tappe del crack delle authority americane - 2*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, in www.ilsole24ore.it ove viene riportata una fonte della British Bankers' Association 2006 secondo cui i principali venditori di protezione sono le banche (43%), gli *hedge funds* (31%) e le assicurazioni (17%). Sul CDS si rinvia a CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 398 ss.

Nei CDS l'acquirente di protezione per fronteggiare il rischio che il venditore di protezione non sia in grado di pagare può chiedere la costituzione di un'adeguata garanzia collaterale. Gli accordi di garanzia generalmente si rifanno alla contrattazione standardizzata come il *Credit Support Annex* dell'ISDA. L'ammontare del *Collateral* per i contratti di CDS è tipicamente basato su una porzione dell'esposizione nozionale. Sul punto v. ISDA MARGIN SURVEY 2008, 10. Per un'analisi del sistema dei margini nell'ambito dei *master agreement* dei contratti di *repo* e di *securities lending*, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 25 ss. e 109 ss.; per l'inadeguatezza della percentuale dei margini, v. LUZZI A., *Derivati, istruzioni per l'uso*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio 2009, 12 il quale auspica la creazione di un mercato regolamentato del settore il quale "permetterebbe di fissare margini più alti a tutti i partecipanti, evitando di ritrovarsi di nuovo nella situazione vissuta lo scorso anno. La leva applicabile a questi strumenti e i processi di controllo del rischio verrebbero

nella costante copertura mediante la concessione in garanzia da parte del debitore di strumenti finanziari o contante che il creditore può ritenere o rivendere sul mercato nel caso in cui il debitore diventi inadempiente; sistemi di marginazione peraltro, non ignoti all'ordinamento italiano sia per la disciplina degli scarti di garanzia che per l'uso di borsa "garanzia a mantenersi"⁵¹.

Come è noto, l'Eurosistema, nello svolgimento delle politiche monetarie, offre liquidità al settore bancario. Nelle operazioni di finanziamento ai sensi dell'art. 18 co. 1 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) al fine di perseguire gli obiettivi

centralizzati, permettendo di continuare a utilizzare questo raffinato derivato, così utile per raccogliere informazioni sulla salute finanziaria delle società".

Il *Total Rate of Return Swap* è il contratto con il quale il *total return payer* (acquirente di protezione) si impegna a cedere tutti i flussi di cassa generati dall'obbligazione di riferimento al *total return receiver* (venditore di protezione) il quale trasferisce in contropartita all'acquirente di protezione flussi di cassa collegati all'andamento di un *reference rate*. Alle date di pagamento dei flussi di cassa cedolari (oppure alla data di scadenza del contratto) il *total return payer* corrisponde al *total return receiver* l'eventuale apprezzamento dell'obbligazione di riferimento (cioè un importo pari alla differenza positiva tra il valore di mercato e quello iniziale dell'obbligazione di riferimento); nel caso di deprezzamento dell'obbligazione di riferimento, sarà invece il *total return receiver* a versare il relativo controvalore al *total return payer*.

⁵¹ Il sistema dei margini richiama quello dello scarto c.d. di garanzia nell'anticipazione bancaria in cui, se all'anticipato è data facoltà dall'art. 1849 c.c. di ritirare in parte i titoli e le merci date in pegno, gli è però fatto obbligo di rimborsare proporzionalmente le somme anticipate e quelle altre spettanti alla banca a norma dell'art. 1848 c.c.; l'anticipato cioè può diminuire l'importo della garanzia data, ma deve contemporaneamente limitare l'importo della anticipazione fattagli, restituendo proporzionalmente parte delle somme ricevute: così MOLLE G., *In tema di vendita del pegno nell'apertura di credito garantita da titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, II, 7-8; anche in relazione all'uso di borsa "garanzia semplice e a mantenersi" lo scarto c.d. di garanzia è stato ricondotto al pegno irregolare [COLTRO CAMPI C., in C. E. Balossini - C. Coltro Campi, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*, Milano, 1980, 416; COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 122, nota 64, in relazione alla chiusura del rapporto, ricorda come l'agente di cambio in Italia, nel caso che la "garanzia a mantenersi" pattuita fosse diventata inferiore alla metà, poteva provvedere ai sensi degli usi; per l'analisi del sistema dei margini nelle operazioni speculative o allo scoperto tra *broker* e *customer*, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 107 ss. il quale richiama *Mc Intyre v. Whitney*, 201 N.Y. 526 (1911), aff. 139 App. Div. 557 secondo cui, non vi è alcuna differenza tra il pegno dato al *broker* per il suo anticipo nella compera *on margin* e quello dato a una banca per un ordinario prestito].

del SEBC e di assolvere i propri compiti, la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato erogando i prestiti⁵² sulla base di adeguate garanzie (*adequate Collateral*⁵³). L'importanza della collateralizzazione nelle operazioni di politica monetaria è da ultimo rimarcata dai recentissimi interventi legislativi di *emergency liquidity assistance* quale strumento per l'erogazione del c.d. credito di ultima istanza⁵⁴ ed in tema di rilancio del mercato interbancario⁵⁵.

⁵² Al riguardo, sui contratti di *outright sales* e *outright purchases* nonché su quelli di *repurchase, collateralised loan* e *swap* si rinvia a KEIJSER T., *op. cit.*, 53 ss.

⁵³ Sul punto si rinvia agli Autori ed ai documenti citati da GARDELLA A., *op. cit.*, 133, nota 252 nonché al Parere del 13 giugno 2001 (GUUE C-196 del 12 luglio 2001) della Banca Centrale Europea (5). Per il primo sistema di garanzie adottato dall'Eurosistema, si rinvia *supra* alla nota 36.

⁵⁴ Per l'Italia, ci si riferisce in particolare all'art. 3 D.L., 9 ottobre 2008, n. 155 – *Misure urgenti per la stabilità del sistema creditizio nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali* (G.U. n. 237 del 9 ottobre 2008 – *Serie generale*) ed all'art. 1 D.L. 13 ottobre 2008, n. 157 – *Ulteriori misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio* (G.U. n. 240 del 13 ottobre 2008 – *Serie generale*), rispettivamente, convertito con modificazioni ed abrogato con salvezza degli effetti prodottisi durante il periodo per la conversione, dalla Legge 4 dicembre 2008, n. 190 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 9 ottobre 2008, n. 155, recante misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali* (G.U. n. 286 del 6 dicembre 2008). Le misure hanno formato oggetto di analisi critica in DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi per il salvataggio delle banche*, in *Società*, 2009, 3, 333 ss. cui si rinvia anche per alcune considerazioni sui c.d. Tremonti bond (339 ss.; su tali strumenti, v. pure BOCCIARELLI R., <<Con i bond leva da 170 miliardi>>, in *Il Sole 24 Ore*, 6 marzo 2009, 7 e FAUSTINI E., *Decreto legge "anticrisi" 185/2008*, gennaio 2009, in *www.archivioceradi.it*, 1 ss.; con d.m. 25 febbraio 2009 pubblicato sulla G.U. del 7 marzo 2009 è stato emanato il regolamento che disciplina "criteri, modalità e condizioni della sottoscrizione degli strumenti finanziari" di cui all'art. 12 della Legge n. 2 del 2009; BUFACCHI I., *Tremonti bond, protocollo soft sull'aumento dei prestiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 2). Sulle garanzie per accedere al c.d. credito di ultima istanza, v. DE TOMASI F., *Sistema dei pagamenti e credito di ultima istanza*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 424 ss.; SALVI E., *Il credito di ultima istanza e l'Unione monetaria*, in *Mondo bancario*, 1998, 49 ss.

Al fine di incentivare e semplificare le modalità per la prestazione di finanziamenti alle banche ad opera della Banca d'Italia per fronteggiare le esigenze di liquidità del sistema (finanziamenti previsti dall'art. 6 D.Lgs. 10 marzo 1998, n. 43 - *Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo*

delle banche centrali), l'art. 3 co. 1 della Legge n. 190 del 2008 ha stabilito che qualora la Banca centrale italiana, per soddisfare esigenze di liquidità, eroghi finanziamenti che siano garantiti mediante pegno o cessione del credito, la garanzia si intende prestata, con effetto nei confronti del debitore e dei "terzi aventi causa", all'atto della sottoscrizione del contratto di garanzia finanziaria, in deroga agli artt. 1264, 1265 e 2800 c.c. e agli artt. 1, co. 1, lett. q) e 2, co. 1, lett. b), del D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170: in tal modo si deroga ai requisiti di opponibilità della garanzia nei confronti del debitore e dei terzi, essendo a tal fine sufficiente la mera sottoscrizione del contratto di garanzia, la quale è pure sottratta alla revocatoria fallimentare. Tali previsioni sono state criticate da DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi, cit.*, il quale ritiene che la previsione di un'"opponibilità preferenziale" di cessione e pegno di crediti per la sola Banca d'Italia "è norma davvero fuori contesto" (344): "come possa connettersi con il <<salvataggio delle banche>> la fissazione di una opponibilità di cessione e pegno di crediti – a debitore e <<terzi aventi causa>> - per effetto della semplice stipula del relativo atto non è dato sapere. Neppure si riesce a scorgere sul piano sostanziale la giustificatezza di una regola di opponibilità che va addirittura oltre la riga tracciata dall'art. 58 T.U.B.: non la si vede oggettivamente, né in relazione al soggetto Banca d'Italia (tant'è che la norma non si sottrae al dubbio di incostituzionalità per violazione del principio di uguaglianza). Senza contare che la norma non ha neanche tecnica: i creditori del cedente non sono <<aventi causa>>, sì che la stessa – per il mancato richiamo dell'art. 2914, n. 2, c.c. – viene a fallire questa parte del suo obiettivo" (347-348). L'art. 1-bis introdotto in sede di conversione del D.L. n. 155 del 2008 prevede poi che, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sono disciplinate le modalità per assicurare l'idonea e tempestiva pubblicità del perfezionamento del contratto di garanzia finanziaria a tutela del debitore ceduto e del debitore del credito dato in pegno ai sensi del co. 1. Il Ministero dell'Economia può rilasciare la garanzia statale su finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia a banche italiane e succursali in Italia di banche estere per fronteggiare la grave crisi di liquidità. Su tale previsione osserva DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi*, 348, nota 32, che "se mai ve ne fosse bisogno, credo che tale disposizione venga comunque a spazzare via ogni eventuale perplessità residua: il nudo fatto dell'atto immette il debitore in una situazione di fruibilità per così dire *automatica* del disposto dell'art. 1189 c.c."

L'art. 1 del D.L. n. 157 del 2008, dietro valutazione della Banca d'Italia (co. 5), ha autorizzato il Ministero dell'economia e delle finanze a concedere la garanzia dello Stato sulle passività delle banche italiane con scadenza fino a cinque anni e di emissione successiva alla data di entrata in vigore del decreto (co. 1); attraverso tale previsione vengono concesse garanzie sulle operazioni di finanziamento, cioè l'emissione di obbligazioni bancarie entro il 31 dicembre 2009 e con durata fino a cinque anni (BUFACCHI I.-COLOMBO D., *Doppio swap salva-banche*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 ottobre 2008, 7). In relazione a tali emissioni con rimborso assistito da garanzia statale è stato rimarcato come buona parte del collocamento dei *government guaranteed bond* sia stato di natura bancaria: "questo significa che le banche emettono obbligazioni garantite dallo Stato che vengono acquistate da altre banche, per poi essere utilizzate come garanzie collaterali per le operazioni di rifinanziamento presso la Banca centrale europea. Se questa tendenza dovesse essere confermata, allora si tratterebbe dell'ennesimo circolo vizioso: l'intervento dello Stato tramite la garanzia serve non soltanto ad oliare il meccanismo di rimborso delle obbligazioni bancarie in scadenza e a contenere il costo della raccolta per le banche (di conseguenza anche il costo del denaro per imprese e famiglie) ma alimenta nuove distorsioni. Le banche creano *bond* per venderli ad altre banche" (BUFACCHI I., *Bond bancari i veri concorrenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 gennaio 2009, 7). V. pure BUFACCHI I., *Cartolarizzazioni nel mirino, ma da record*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 3 in cui vengono riportati i dati dell'ultimo rapporto dell'*European securitisation forum* (ESF): "a mantenere in vita, artificialmente, il mercato delle cartolarizzazioni sono state

l'anno scorso e finora quest'anno le banche centrali, accettando le asset-backed securities vecchie e nuove come garanzia. <<Le operazioni strutturate nel 2008 da banche e istituzioni finanziarie sono peculiari in quanto trasformano poste di bilancio in collaterale "esigibile" per i rifinanziamenti presso la BCE e la Bank of England. Non sono operazioni di mercato perché non vi è un effettivo trasferimento del rischio attraverso la vendita: sono usate come garanzia nei pronti contro termine – spiega Marco Angheben, direttore dell'European Securitisation Forum -. Ma è proprio dal sostegno delle banche centrali e dei governi nazionali, grazie a programmi o schemi di acquisto o garanzia soggetti a specifici criteri, che si possono porre le basi per far ripartire il mercato>>".

Con d.m. del 27 novembre 2008 (G.U. n. 287 del 9 dicembre 2008) è stata disciplinata la garanzia (sui profili problematici di tale normativa di attuazione, v. BUFACCHI I., *Bond garantiti, ora i chiarimenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 gennaio 2008, 25).

Lo stesso art. 1 del D.L. n. 157 del 2008 ha autorizzato il Ministero dell'economia e delle finanze ad effettuare operazioni temporanee di scambio tra titoli di Stato e strumenti finanziari detenuti dalle banche italiane o passività delle banche italiane controparti aventi scadenza fino a cinque anni e di emissione successiva alla data di entrata in vigore del decreto (co. 2); la norma è diretta, come chiarisce la Relazione illustrativa, a fornire alle banche che si trovino temporaneamente sprovviste di strumenti finanziari inclusi nelle categorie ammesse o accettate come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, titoli di Stato utilizzabili come garanzia per ottenere finanziamenti dell'Eurosistema in cambio di *pool* di crediti commerciali delle banche appositamente cartolarizzati (lo strumento, che si distingue da quello predisposto dalla Banca d'Italia di cui *infra* ove i titoli di Stato scambiati sono già in circolazione, consente alle banche con *rating* inferiore a quello della Repubblica italiana di partecipare alle operazioni di rifinanziamento presso la BCE con un *bond* collaterale di alta qualità e rischio sovrano: BUFACCHI I., *Italia, via lo swap con il Tesoro e bond garantiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 marzo 2009, 2). Lo stesso art. 1 ha previsto poi che il Ministero dell'economia e delle finanze potesse concedere la garanzia statale sulle operazioni stipulate dalle banche italiane al fine di ottenere la temporanea disponibilità di titoli utilizzabili per operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema (co. 3); anche tale previsione, come chiarisce la Relazione illustrativa, estendendo la facoltà di concedere garanzie statali a favore dei soggetti che mettano a disposizione delle banche titoli utili da concedere all'Eurosistema per le operazioni di rifinanziamento, è diretta a promuovere e agevolare il trasferimento dei titoli richiesti dall'Eurosistema a garanzia del rifinanziamento degli altri comparti del mercato finanziario alle banche che versano nella necessità di reperire liquidità. Infine, il co. 4 dell'art. 1 ha stabilito che i crediti del Ministero dell'economia e delle finanze rinvenienti dalle operazioni di cui ai co. 1, 2 e 3 sono assistiti da privilegio generale sui beni mobili ed immobili dei debitori, privilegio che prevale su ogni altro privilegio (sui problemi legati al concorso dello Stato garante munito di privilegio generale in caso di *default* delle banche e degli obbligazionisti non garantiti nel rimborso per effetto di emissioni precedenti, v. BUFACCHI I., *Bond bancari, allo Stato garanzie privilegiate*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2009, 19). Su tale previsione osserva DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi*, 342 testo e nota 10: "nel costesto del nostro vigente sistema questa norma viene a fare compagnia a quella dell'art. 2781, comma 1 c.c., quale segnata eccezione al principio generale dettato dall'art. 2746 c.c. (per cui gli immobili per sé non sono, appunto, capaci di formare oggetto di privilegio generale)".

A seguito del secondo intervento legislativo anche la Banca d'Italia ha messo a disposizione un *plafond* di 40 miliardi in titoli di Stato di alta qualità del proprio portafoglio da scambiare con *asset* con *rating* inferiore in mano alle banche (strumenti di debito in diverse valute) perché queste possano utilizzarli come *Collateral* per avere un accesso molto più agevole e rapido al

credito di ultima istanza (BOCCIARELLI, R., *L'ombrello di Bankitalia copre fino a 40 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 ottobre 2008, 7; in effetti, come viene ricordato, tale *facility* per scambio titoli era già operativa presso la Banca d'Italia, ma finora le banche vi hanno fatto ricorso minimo per il timore che questo venisse visto dal mercato come un segno di debolezza: MICOSI S., *Tre misure per assicurare il credito alle imprese*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 novembre 2008, 6).

⁵⁵ Negli articoli intitolati “*Bankitalia, parte il nuovo interbancario*”, apparso sul *Il Sole 24 Ore* del 17 gennaio 2009, 30 a firma di BOCCIARELLI R. nonché “*E via Nazionale lancia il <<mercato anonimo>>*”, apparso su *Corriere economia – Corriere della sera* del 19 gennaio 2009, 5 a firma di M. MUCHETTI, si dà notizia dell'avvio a far data dal 19 gennaio 2009 del nuovo Mercato Interbancario Collateralizzato (Mic) lanciato dalla Banca d'Italia, anche in funzione di controparte centrale, in collaborazione con la società e-mid SIM S.p.a. e con l'Abi; l'iniziativa, come si legge in una nota della stessa Banca d'Italia, consentirà “agli operatori di scambiarsi fondi minimizzando i rischi di controparte e di liquidità”. Per un primo bilancio positivo delle attività, v. L.G., *Liquidità, funzionano le garanzie Bankitalia*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 39. La crisi dell'autunno 2008 ed il fallimento di *Lehman Brothers* hanno provocato una diffidenza reciproca delle banche con un accresciuto timore del rischio di controparte la quale si è riflessa sul mercato interbancario in termini di rarefazione dei volume dei prestiti, di scadenze brevissime degli stessi limitate all'*overnight*, di innalzamento dei tassi e di preferenza a depositare le eccedenze presso la BCE (v. gli articoli “*Per i trader e-mid 75 minuti di paura*” a firma LONGO M., in *Il Sole 24 Ore* dell'1 ottobre 2008, 3 e “*Interbancario, <<neutralizzare>> i depositi BCE*”, in *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 2008, 43, a firma CESARINI F.-GENTILI M.M.). Proprio per tale diffidenza reciproca e per la preferenza che le banche hanno avuto di finanziarsi presso l'istituto centrale piuttosto che sul mercato interbancario, ad eccezione dell'*overnight*, la BCE ha effettuato imponenti iniezioni di liquidità al sistema nel mese di novembre 2008 (PEVERARO S., *La Bce inonda il sistema di liquidità, arrivano 338 mld al 3,25%*, in *Milano Finanza*, 19 novembre 2008, 5). Tuttavia, come ha ricordato il presidente di e-Mid SIM F. Cesarini nell'articolo “*Cesarini: <<Grazie al Mic il mercato interbancario tornerà alla normalità>>*”, apparso su *Finanza & mercati* del 20 gennaio 2009, in www.finanzaemercati.it a firma GAIASCHI C., la BCE non può continuare a fornire liquidità per sempre, trattandosi di un compito che un istituto centrale assume per un periodo limitato e in casi eccezionali; difatti, il nuovo segmento di mercato beneficerà della garanzia della Banca d'Italia fino al 31 dicembre 2009. Tecnicamente l'iniziativa, esplicita in BANCA D'ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009 sulle Condizioni di Garanzia dei Contratti conclusi nel comparto anonimo garantito in euro del mercato e-MID*, in www.bancaditalia.it, “poggia sulla realizzazione di un apposito segmento del mercato nella piattaforma di contrattazione e-Mid, che assicura il completo anonimato nelle contrattazioni. Il nuovo segmento (Mercato interbancario collateralizzato, Mic) si articolerà, almeno in una fase iniziale, su scadenze di una settimana e oltre; esso prevede una compartecipazione, entro limiti predeterminati, delle banche alla copertura del rischio” (come viene ricordato dal direttore generale di e-mid V. Mioccio nell'articolo a firma di GAIASCHI C., *cit.*, l'esigenza dell'anonimato discende dal fatto che le banche preferiscono non essere identificate perché chiedere un prestito in tempi di crisi vuol dire essere automaticamente sospettate di difficoltà finanziarie). La Banca d'Italia “provvede a valutare il *Collateral* prestato dalle banche con giudizio insindacabile; a verificare che le negoziazioni rispettino limiti e condizioni fissati; ad assicurare il puntuale regolamento delle operazioni nel caso di inadempienza di un operatore, rivalendosi successivamente sulle garanzie conferite”; “le banche potranno partecipare al mercato entro un limite massimo correlato al patrimonio di vigilanza e, comunque, nell'ambito del valore delle garanzie conferite alla Banca d'Italia: titoli stanziabili presso l'Eurosistema, altre attività e strumenti finanziari con specifiche caratteristiche”. La stessa Comunicazione regola i criteri di

La disciplina del *Collateral* estende i sistemi di garanzia strumentali allo svolgimento delle funzioni di politica monetaria anche al di fuori di tale peculiare ambito sia pure, come visto, entro limiti soggettivamente ed oggettivamente relativamente circoscritti. L'estensione soggettiva delle garanzie, secondo la dottrina, ha determinato pure un'estensione oggettiva dell'utilizzo di tali garanzie da parte delle stesse banche centrali le quali, in virtù della generale capacità giuridica che le caratterizza, possono essere parti di un contratto di garanzia finanziaria anche al di fuori delle funzioni istituzionali ad es. impiegando la propria tesoreria⁵⁶.

In tale quadro di riferimento la presente ricerca ha lo scopo di analizzare come la disciplina di diritto secondo delle garanzie finanziarie abbia inciso sul divieto del patto commissorio e sulla problematica dell'autonomia privata in tema di poteri di autotutela disciplinati dal diritto privato generale e questo, in particolare, anche alla luce del criterio della "ragionevolezza commerciale" di cui all'art. 8 del Decreto la quale sembra essere la "cifra" dell'intera disciplina dei contratti di garanzia finanziaria in quanto costituisce il fulcro attorno al quale ruota non solo l'autotutela del *collateral taker* – che risulta fortemente potenziata dalla disciplina - ma anche la tutela del *collateral provider* nonché dei terzi. Non è un caso che la nuova disciplina delle garanzie finanziarie sia considerata capace di costituire una spinta innovatrice

calcolo dei margini di garanzia mediante l'applicazione dell'*haircut* al controvalore degli strumenti finanziari costituiti in garanzia (pag. 6). Sull'iniziativa, v. pure QUAGLIO A., *Se la City ci ripensa sul Mic*, in *Il Sole 24 Ore – Plus 24*, 21 marzo 2008, 10.

⁵⁶ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 51.

per l'intero settore delle garanzie mobiliari⁵⁷ che in Europa già è in movimento a livello di diritto privato generale come dimostra la recente riforma francese⁵⁸. Se per il mercato all'ingrosso i contratti di garanzia finanziaria vengono regolati per scelta delle parti ed in ragione del criterio che fa riferimento al luogo in cui è annotato il vincolo (criterio PRIMA – *Place of the Relevant Intermediary Approach* già introdotto dalla Direttiva *Settlement Finality* e confermato dalla Direttiva *Collateral*) per lo più dalle legislazioni statunitense ed inglese, per il mercato *retail* la nuova disciplina, come anticipato, ridisegna la cornice normativa tradizionale delle garanzie e della responsabilità patrimoniale

2. LA GENERALIZZAZIONE DA PARTE DELLA DISCIPLINA SULLE GARANZIE FINANZIARIE DEL MODELLO DELLA CLAUSOLA MARCIANA

Un primo aspetto di interesse che presenta la disciplina sulle garanzie finanziarie è costituito dalle ripercussioni del recepimento della Direttiva sul divieto del patto commissorio di cui all'art. 2744 c.c.⁵⁹ L'art. 6 co. 2 del Decreto, in attuazione del XIII *considerando*

⁵⁷ MARINO R., *op. cit.*, 24.

⁵⁸ Su cui, v. FIORENTINI, *op. cit.*, 1155 ss., nonché *infra* nel testo.

⁵⁹ Per un cenno alla problematica dei rapporti tra nuova disciplina e divieto del patto commissorio, v. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 214 e 215; ATELLI M., *Escussione della garanzia finanziaria e attivazione della clausola di <<close-out netting>> fra inadempimento ed <<eventi analoghi>> nel d.lg n. 170 del 2004*, in *Le riviste ipertestuali, Resp. Civ.*, 2004, 3; CARRIERE P., *La nuova disciplina*, *cit.*, 44-45; GABRIELLI, *Contratti di garanzia finanziaria*, 306; GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, *cit.*, 39 ss. Già prima del varo della Direttiva, v. GIRINO E., *Garanzie sui finanziamenti: le insidie del patto commissorio*, in *Amm. e fin.*, 1991, 15, 819 ss. Più in generale, per una recente riconsiderazione del divieto, MACARIO F., *Circolazione e cessione dei diritti in funzione di garanzia*, in *Il diritto delle obbligazioni e dei contratti: verso una riforma? Le prospettive di una novellazione del Libro IV del Codice*

diretto ad eliminare il c.d. *re-characterization risk*⁶⁰, stabilisce, infatti, che “ai contratti di garanzia finanziaria che prevedono il trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, compresi i contratti di pronti contro termine, non si applica l’art. 2744 del codice civile”⁶¹. Tale previsione – che, pur essendo espressamente contemplata per i soli “trasferimenti della proprietà” in funzione di garanzia, a ben vedere coinvolge anche la cessione dei crediti e l’appropriazione del *Collateral*⁶² - ha sollevato il problema della compatibilità della norma con il sistema⁶³.

Secondo un’opinione, allo stato, “il sistema italiano si trova ad esprimere due serie di regole che sono ispirate a opposte visioni, con la conseguenza che il divieto di patto commissorio e la conseguente nullità dei trasferimenti di proprietà a scopo di garanzia, trova applicazione quando si tratti di dare in garanzia i beni in magazzino, salvo i prosciutti, mentre se si trasferiscono a tale scopo il pacchetto di

Civile nel momento storico attuale, Atti del Convegno per il cinquantennio della Rivista di diritto civile, Padova, 2006, 361 ss.

⁶⁰ “La presente direttiva intende tutelare la validità dei contratti di garanzia finanziaria fondati sul trasferimento della piena proprietà della garanzia finanziaria, ad esempio eliminando la cosiddetta <<riqualificazione>> di siffatti contratti di garanzia finanziaria (incluse le operazioni di pronti contro termine) come diritti reali di garanzia”. Su tale aspetto, v. GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 14 ss. Su tale rischio in relazione agli ordinamenti olandese e tedesco, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 112 ss. e 125 ss.

⁶¹ Fin da ora si fa rilevare che, per quanto *infra* precisato nel testo, non pare potersi condividere l’affermazione secondo cui la mancata estensione della deroga al divieto del patto commissorio oltre che ai contratti di trasferimento della proprietà in funzione di garanzia anche ai contratti di garanzia finanziaria diversi da quelli inclusi nell’ambito di applicazione del decreto farebbe sì che per gli stessi continui a profilarsi il rischio di essere colpiti da pronunce di nullità, a meno di interpretazioni estensive da parte della giurisprudenza [LUCCARELLI P., *La disciplina del pegno di strumenti finanziari*, Relazione tenuta a Milano (convegno ITA su “Le garanzie come strumento di mitigazione del rischio di credito”) nel febbraio 2005, 64].

⁶² Per l’appropriazione, l’art. 8 del Decreto prevede che “le modalità di appropriazione delle attività finanziarie oggetto di garanzia comportano che il creditore si soddisfi fino a concorrenza del valore dell’obbligazione garantita”.

⁶³ SARDO G., *op. cit.*, 619, nota 9.

controllo di una società di notevole rilievo economico, vale solo quanto è previsto nel contratto”⁶⁴; il regime di assoluto favore anche e specialmente in ambito fallimentare per i creditori di natura finanziaria rispetto ad altri diversi creditori non qualificati potrebbe, per alcuni, porre questioni di legittimità costituzionale per violazione dell’art. 3 e 41 Cost.⁶⁵

La disciplina sulle garanzie finanziarie è in buona sostanza ispirata al modello del patto marciano⁶⁶ la cui liceità è stata ancora recentemente chiarita osservandosi che “possono ritenersi validi i patti che autorizzano i creditori a soddisfarsi direttamente sui beni del debitore mediante la loro appropriazione o alienazione, sempreché si tratti di beni immessi nel loro possesso e sia dovuta al debitore l’eccedenza del valore o del ricavato rispetto all’importo dei crediti”⁶⁷.

⁶⁴ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 40; per un’identica valutazione, v. MARINO, *op. cit.*, 1198.

⁶⁵ CARRIERE P., *La nuova normativa*, cit., 196; LAUDONIO, *Procedure concorsuali e clausole di “close-out netting”*, in *Dir. Prat. fall.*, 2, 2007, 16; ID., *Le clausole di close-out netting*, cit., 562 per il quale “i vantaggi potranno essere goduti essenzialmente soltanto da imprese bancarie, le quali disporranno dei mezzi per assicurarsi un tempestivo ed inoppugnabile soddisfacimento dei propri crediti prima e al di fuori di ogni procedura concorsuale, e che ben poco resterà a tutti gli altri creditori <<cadetti>>”.

⁶⁶ MARINO R., *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli, 2005, 23; ID., *Recepimento*, cit., 1192; SARDO G., *op. cit.*, 621; BONFANTI F., *op. cit.*, 672 il quale, in relazione all’escussione, evidenzia come in tutte e tre le forme di realizzo non si prescinde mai dalla valutazione del rapporto tra ammontare del credito e valore del bene, essendo sempre prevista la restituzione dell’eccedenza. Come ricordato da FIORENTINI F., *op. cit.*, 1198, in Francia, nella riforma delle garanzie mobiliari, ciò è avvenuto attraverso il nuovo art. 2348 c.c. il quale prevede che “può essere convenuto che il creditore diverrà proprietario di un bene oggetto di pegno a condizione che il suo valore possa essere determinato al tempo del trasferimento per mezzo di un procedimento obiettivo, come una quotazione sul mercato o una stima da parte di un esperto designato in via amichevole o giudiziaria. Qualora questo valore ecceda l’ammontare del credito garantito, il creditore deve al debitore una somma uguale alla differenza; se esistono altri creditori pignoratizi, il creditore deve consegnare loro detta differenza”.

⁶⁷ BIANCA C.M., *op. cit.*, 137 il quale precisa comunque che “le forme di diretta appropriazione e liquidazione presuppongono che il creditore sia nel possesso dei beni del debitore. In caso

Immediato (attraverso l'alienazione a scopo di garanzia) o differito (attraverso l'appropriazione) che sia il trasferimento della proprietà, tradizionalmente il patto marciano ricorre allorché le parti prevedono che in caso di inadempimento il creditore si appropri del bene alienato, ma con obbligo dello stesso di restituire al debitore l'eventuale eccedenza di valore consistente nella differenza fra il valore del bene stimato da un terzo (in un momento successivo all'inadempimento) e l'ammontare del debito insoddisfatto; la giustificazione della validità del patto viene individuata essenzialmente nella necessaria corrispondenza tra valore del bene e valore del credito garantito⁶⁸.

Con speciale riferimento ai contratti di garanzia finanziaria che vedono la costituzione di un diritto reale, il legislatore, come anticipato,

contrario, il potere conferito non sarebbe semplicemente il potere di appropriazione o di alienazione ma previamente quello di spossessamento dei beni del debitore⁶⁸.

⁶⁸ BUSSANI M., *op. cit.*, 244. Il passo di Marciano prevede: “*potest ita fieri pignoris datio hypothecaere, ut, si intra certus tempus non sit soluta pecunia, iure emptoris possideat rem, iusto pretio tunc aestimandam; hoc enim casu videtur quodammodo condicionalis esse venditio. Et ita divus Severus et Antoninus rescripserunt*” [D. 20, 1, 16, 9 (Marc. 1. s. ad form. Hyp.)]. La validità del patto viene fondata sia sulla mancata predeterminazione del prezzo dell'alienazione in funzione dell'importo del credito, sia sulla possibilità di controllare l'equilibrio tra le prestazioni con l'obbligo di restituzione dell'esubero al debitore: v. App. Trento, 18 febbraio 1975, in *Giur. merito*, 1975, I, 424; Cass., 27 novembre 1951, n. 2696, in *Foro it.*, 1952, I, II; Cass., 30 marzo 1954, n. 988; Cass., 21 luglio 1956, n. 2828; Cass., 21 giugno 1946, n. 732, in *Giur. it.*, 1946, I, 1, 32, oltre alle remote pronunce di Cass., Napoli, 9 gennaio 1904, in *Foro it.*, 1904, I, 342; Cass., Palermo, 12 febbraio 1910, in *Giur. it.*, 1910, I, 412 citate da GROSSI A., *La direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Eur. dir. priv.*, 2004, 1, 263, nota 29; BIANCA C.M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957, 218 ss.; LOJACONO V., *Il patto commissorio nei contratti di garanzia*, Milano, 1952, 71 ss.; FRAGALI M., *Del mutuo*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Libro quarto, *Delle obbligazioni*, Bologna-Roma, 1969, 255 ss.; CARNEVALI U., *Patto commissorio*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 505; CIPRIANI N., *op. cit.*, *passim*. Sulla validità del patto marciano, v. pure MARICONDA V., *Trasferimenti commissori e principio di causalità* e REALMONTE F., *Stipulazioni commissorie, vendita con patto di riscatto e distribuzione dei rischi* (note a Cass., 3 aprile 1989, n. 1611), in *Foro it.*, 1990, I, rispettivamente, 1435 e 1444.

non ripete la previsione della disapplicazione del divieto dettata invece per i trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia. Nondimeno, anche la previsione dell'escussione della garanzia reale mediante appropriazione diretta comporta una vistosa deroga al divieto del patto commissorio tanto è vero che la Direttiva, stranamente, aveva previsto la clausola di *opt-out* per tale particolare modalità di escussione⁶⁹. Non è un caso che proprio il tema dell'appropriazione – che sottende un patto marciano⁷⁰ - sia stato uno di quelli maggiormente dibattuti nel corso dei lavori preparatori⁷¹.

Peraltro, rispetto al modello del patto marciano, nella disciplina delle garanzie finanziarie non è dato rinvenire l'attribuzione del potere di stima ad un terzo se non in via del tutto eventuale, essendo lo stesso *collateral taker* ad autosoddisfarsi sulla garanzia, comunicando successivamente al debitore le modalità di escussione e l'importo ricavato con restituzione dell'eccedenza (art. 4 co. 2 del Decreto); in tal modo, viene rimessa alla valutazione del *collateral provider* la scelta di contestare gli stessi innanzi all'autorità giudiziaria ove, evidentemente, uno stimatore dovrà essere nominato.

⁶⁹ La Direttiva prevede all'art. 4 co. 3 che “*gli Stati membri che non consentono l'appropriazione il 27 giugno 2002 non sono obbligati a riconoscerla*”. L'anomalia viene spiegata da GROSSI A., *op. cit.*, 261 per la quale “una soluzione del genere, senza dubbio compromissoria, è stata dettata dall'esistenza di norme imperative sanzionanti con la nullità il patto commissorio non solo in Italia, ma in buona parte degli orientamenti comunitari. Probabilmente si è voluto inserire un contemperamento a quella che poteva sembrare un'opzione netta per soluzioni normative tipiche dei paesi di *common law*, nell'ambito della quale ampia diffusione ha la fattispecie del trasferimento della proprietà al creditore in funzione di garanzia, con l'obbligo di ritrasferimento nel caso di inadempimento dell'obbligazione garantita, oppure con appropriazione definitiva del bene costituito in garanzia a seguito dell'inadempimento”.

⁷⁰ BONFANTI F., *op. cit.*, 516.

⁷¹ ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 213-214.

In effetti, già prima dell'introduzione della disciplina delle garanzie finanziarie, in un'ottica di generale revisione del divieto del patto commissorio, si è ritenuto che il modello del patto marciano andasse affinato nella disciplina alla luce delle particolari fattispecie (su cui v. *infra*) ritenute non contrastanti con il divieto e tutte caratterizzate dalla necessità che non si verifichi uno squilibrio ed un ingiustificato arricchimento ai danni del debitore: pertanto, la semplice circostanza che per il bene concesso in garanzia vi siano “univoche indicazioni provenienti dal mercato (quello in cui operano le parti, o quello in cui il bene è collocato)” ovvero ricorra la individuazione da parte del legislatore di “strumenti idonei a salvaguardare il diritto dello stesso debitore a vedersi restituita l'eventuale eccedenza” è stata ritenuta sufficiente ad escludere l'operatività del divieto, facendo così riconfluire la peculiare fattispecie nell'alveo del patto marciano⁷².

Nella disciplina delle garanzie finanziarie il potere attribuito al *collateral taker* incontra il limite del valore dell'obbligazione garantita ed è controbilanciato dalla necessaria individuazione dei criteri di valutazione del bene oggetto della garanzia⁷³. La clausola marciana è prevista esclusivamente per il pegno all'art. 4 co. 1 lett. a) e b) del Decreto estensibile evidentemente anche alla categoria residuale di “qualsiasi altro contratto di garanzia reale” di cui all'art. 1 co. 1 lett. d); per i

⁷² BUSSANI M., *op. cit.*, 269-270, nota 115. Sempre analizzando il divieto del patto commissorio, è stato rimarcato in dottrina che “ciò che la legge vieta, a ben vedere, è la predisposizione di un meccanismo di pagamento alternativo, destinato a operare in caso di inadempimento di un'obbligazione e che comporti l'appropriazione da parte del creditore di un bene indipendentemente dal rapporto di valore tra il bene e l'obbligazione” (CIPRIANI N., *op. cit.*, 141).

⁷³ SARDO G., *op. cit.*, 621.

trasferimenti, invece, come già rilevato, il legislatore si limita a prevedere l'inapplicabilità del divieto del patto commissorio. Si ritiene tuttavia che una differenziazione non sarebbe giustificata, dovendosi intendere che in entrambi i casi il ricavato della vendita o il valore dell'appropriazione debbono essere portati a compensazione delle obbligazioni finanziarie garantite, rimanendo indebita il supero⁷⁴.

In effetti, nonostante la deroga al divieto sia prevista per i trasferimenti della proprietà, essa risulta strettamente collegata con le innovative modalità di escussione della garanzia introdotte dalla disciplina agli artt. 4 e 8 del Decreto: sia nella costituzione di garanzie reali che nelle alienazioni in funzione di garanzia (compresa la cessione del credito) la disciplina materiale appare sostanzialmente uguale⁷⁵.

Occorre premettere come una delle novità della normativa è costituita dall'introduzione di un approccio funzionalistico nella definizione di contratto di garanzia finanziaria⁷⁶. Come è stato ricordato, a ridosso dell'emanazione della Direttiva e in un'ottica estranea agli ordinamenti continentali, i contratti di garanzia vengono distinti "in due classi secondo la disciplina di *common law* (art. 3): da un lato stanno i *security financial collateral*, ossia le garanzie che non determinano il trasferimento della proprietà dei beni oggetto di garanzia; dall'altro stanno i *title transfer financial collateral*, in cui vi è un

⁷⁴ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 37, nota 10.

⁷⁵ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 36.

⁷⁶ FERRARINI G. – GIUDICI P., *op. cit.*, 1002; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 197; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, 306.

trasferimento in funzione di garanzia”⁷⁷. L’approccio funzionalistico – che consente di ricomprendere nella generale categoria delle alienazioni in funzione di garanzia anche la cessione del diritto di credito la quale, nonostante non fosse contemplata nella Direttiva, viene espressamente annoverata nell’art. 6 del Decreto - risponde del resto allo stesso approccio utilizzato nell’analisi delle c.d. *new properties* dove pure la tradizionale nozione di bene giuridico ha subito un’opera di ripensamento e dove il diritto di credito ha assunto sempre più le sembianze di un bene⁷⁸. Alle sole garanzie reali ossia prestate mediante costituzione senza perdita della proprietà (*security financial collateral*) si

⁷⁷ FERRARINI G. – GIUDICI P., *op. cit.*, 1002; GABRIELLI E., *ibidem*. Sulla distinzione, v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 15-16 il quale ricorda come per i *security interest* nella *English Law* il *collateral taker* può disporre della garanzia solo in presenza di un *event of default* mentre secondo la *New York Law* il *collateral taker* può disporre della garanzia anche se tale evento non si è verificato: quest’ultima è la soluzione seguita dalla Direttiva (18-19). Secondo un recente studio l’origine dei *title transfer financial collateral arrangement* sarebbe da rinvenire nella *fiducia cum creditore* del diritto romano (MANGATCHEV I., *Financial Collateral Arrangements under Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002*, in <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12253>).

⁷⁸ VISENTINI G., *I nuovi beni come oggetto di garanzia*, in G. De Nova - B. Inzitari - G. Tremonti - G. Visentini, *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991; LOBUONO M., *op. cit.*, 457, 481; MANGIALARDI D.A.-ADDANTE A., *Commodity derivatives tra diritto e mercato*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 561-562. Sembra non considerare tale circostanza, SARDO G., *op. cit.*, 619, testo e nota 11. E’ questo un primo aspetto che avvicina la disciplina delle garanzie finanziarie ai *security interest* dell’art. 9 dello *Uniform Commercial Code* ove il concetto di bene mobile abbraccia tutti gli *asset* del debitore compresi i crediti presenti e futuri che saranno incassati dall’imprenditore nell’esercizio della sua attività economica: CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, *cit.*, 163. Il Decreto definisce all’art. 1 lett. d) il contratto di garanzia finanziaria 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 ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l’adempimento di obbligazioni finanziarie”. Secondo la dottrina il legislatore ha privilegiato nella definizione il profilo funzionale (cioè la causa di garanzia) piuttosto che la struttura formale del contratto (GABRIELLI E., *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino, 2006, 262; BONFANTI F., *op. cit.*, 512).

riferisce la categoria residuale di “*qualsiasi altro contratto di garanzia reale*” di cui all’art. 1 co. 1 lett. d)⁷⁹.

Orbene, la sostanziale eguaglianza di disciplina materiale tra le ipotesi di *security financial collateral* e di *title transfer financial collateral* deriva dal fatto che, nel primo caso, l’alienazione o l’appropriazione delle attività avviene in forza di poteri dispositivi su un bene di proprietà altrui mentre, nel secondo caso, *ex iure proprietatis*⁸⁰. La sostanziale identità tra le ipotesi di trasferimento in funzione di garanzia e di costituzione di una garanzia reale mediante attribuzione del potere di disposizione viene individuata propriamente sul piano causale essendo in entrambe presente la funzione di creare l’immediata liquidabilità del *Collateral* in favore del beneficiario⁸¹.

A presidio degli interessi del debitore e dei terzi, la disciplina sulle garanzie finanziarie introduce il criterio della “*ragionevolezza commerciale*” il quale traduce pedissequamente e sembra identificarsi con la previsione, propria degli ordinamenti di *common law*, secondo cui a tutela del debitore e dei terzi che potrebbero essere lesi il creditore deve agire “*in a commercially reasonable manner*”; previsione rinveniente, prima ancora che nei *master agreement* relativi ai contratti di *repurchase*,

⁷⁹ In tal modo la disciplina si premura di non porre limiti definitivi tali da restringere il perimetro applicativo: GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 39.

⁸⁰ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 37.

⁸¹ TAROLLI R., *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell’oggetto della garanzia*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 880-881 per il quale “sulla base di tali premesse, dovrebbe coerentemente concludersi che in ipotesi di esercizio del potere dispositivo in conformità di un contratto di costituzione di garanzia reale si modifichi sostanzialmente lo stesso tipo negoziale, che corrisponderebbe, più probabilmente, a quello caratterizzante ogni forma di garanzia perfezionata con il trasferimento del titolo di proprietà (*sub specie* di pegno irregolare o altro negozio)”.

securities lending e derivati⁸², anche all'interno dell'*Uniform Commercial Code* e dei Progetti di convenzione internazionale elaborati dall'*UNIDROIT* (*Preliminary Draft UNIDROIT Convention on International Interest in Mobile Equipment*⁸³ e *Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*⁸⁴). Secondo un'opinione, accanto al criterio della ragionevolezza commerciale, la tutela degli interessi del debitore (ma non certo dei terzi creditori di quest'ultimo) verrebbe altresì bilanciata dal fatto che sia in sede di costituzione che in sede di escussione il trasferimento della proprietà avviene solo su base volontaria tra soggetti "istituzionali" e persone diverse da persone fisiche, "quindi soggetti che non dovrebbero subire una posizione di debolezza contrattuale nella negoziazione"⁸⁵.

In ogni caso la sostanziale unitarietà della disciplina materiale consente pure di individuare quale chiave di lettura unitaria dell'intera disciplina dei contratti i garanzia finanziaria l'esecuzione forzata in

⁸² Si ricordano al riguardo quelli dell'*International Swap and Derivative Association* (ISDA), dell'*International Securities Lenders Association* (ISLA), del *Global Master Securities Lending Agreement* (GMSLA) e del *Global Master Repurchase Agreement* (GMRA); nonché, a livello di uniformazione europea, quello dell'*European Master Agreement* (EMA). Per un'analisi dei *master agreements*, anche di quelli elaborati a livello nazionale, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 20 ss. e MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie*, *cit.*, 311 ss. I *master agreement* generalmente prevedono le percentuali di *haircut*, i requisiti dei margini, gli *event of default* (compresi i presupposti per il *net asset value*) e le metodologie di valutazione da utilizzare.

⁸³ Per riferimenti, v. TUCCI G., *Il progetto preliminare di convenzione Unidroit per le garanzie internazionali e l'ordinamento interno italiano*, in *Riv. dir. priv.*, 1999, 565 ss.

⁸⁴ V. UNIDROIT 2006, Study LXXVIII-Doc. 42, March 2006, Appendix 2, Art. 24.

⁸⁵ GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 306; anche l'A.B.I., Circolare Provvedimenti legislativi speciali. Decreto Legislativo 21 maggio 2004, n. 170 recante "Attuazione della Direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria" - Serie Legale n. 17 del 25 agosto 2004, 7 ss., ravvisa un bilanciamento all'inapplicabilità del divieto del patto commissorio nella limitazione dell'applicazione del Decreto a soggetti aventi "una forza contrattuale equiparabile" tra di loro (art. 1).

autotutela; e questo non solo per le ipotesi di contratti che comportano la costituzione di garanzie reali (art. 4) ma per gli stessi contratti con cui viene disposta l'alienazione in funzione di garanzia.

3. L'ACQUIS COMUNITARIO IN TEMA DI PATTO COMMISSORIO E LA RECENTE RIFORMA DELLE GARANZIE MOBILIARI IN FRANCIA

Come è noto, molto spesso l'ingresso nella prassi continentale degli affari di figure contrattuali di ascendenza anglosassone ha posto problemi di compatibilità col divieto di cui all'art. 2744 c.c. operante nel nostro ordinamento (esemplare è la vicenda del *sale and lease back*). Evidentemente, anche per la disciplina sul *Collateral*, la positivizzazione della prassi internazionale in materia di garanzie finanziarie era necessariamente destinata a scontrarsi e raccordarsi con tale divieto.

Occorre premettere che, come anticipato, in Europa già a livello di legislazione nazionale e di diritto privato generale si stia assistendo ad una progressiva e rapida erosione del divieto del patto commissorio⁸⁶.

L'evento di maggiore rilievo, sotto tale profilo, è dato dal fatto che proprio il *Code Napoléon* - che del divieto del patto commissorio

⁸⁶ Osserva CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 40 che "è ormai vastamente inutile elaborare nozioni fondamentali del nostro diritto civile tenendo sotto controllo solo le fonti nazionali. La concreta realtà storica indica che a volte in forma programmata a volte in forma repentina sta prendendo piede un diritto civile comune europeo il quale si fonda su visioni, idee e criteri di *policy* che non sono quasi mai coincidenti con le parallele forme ideali coltivate in Italia, sicché l'unico modo per corrispondere al motto <<estote parati>> è quello di studiare, possibilmente a fondo e con metodo adeguato, le tendenze che si stanno sviluppando nel diritto civile delle principali esperienze giuridiche occidentali".

aveva costituito il referente legislativo del codificatore italiano⁸⁷-, ha recentemente subito in occasione del bicentenario dalla sua promulgazione un'importante riforma del titolo secondo del Libro IV relativo alle garanzie, anche mobiliari⁸⁸: infatti, l'*ordonnance* n. 2006-346 del 23 marzo 2006⁸⁹ ha ammesso la validità del patto commissorio salvo che in materia di credito al consumo⁹⁰, di pegno su *stock* e di ipoteca su residenza principale del costituente⁹¹: limitandoci alle novità in tema di garanzie mobiliari, con il patto commissorio può, infatti, convenirsi – anche posteriormente alla costituzione della garanzia – che, in caso di mancato pagamento, il creditore *gagiste*⁹² divenga proprietario della cosa, il cui valore sia determinato o di comune accordo dalle parti, ovvero ad opera di un esperto nominato dal giudice. Inoltre, è espressamente previsto che nell'ipotesi in cui il bene dato in *gage* abbia un valore superiore a quello del credito garantito, il creditore beneficiario del patto commissorio debba versare al debitore una somma di denaro pari a tale eccedenza di valore (art. 2348).

⁸⁷ BUSSANI M., *op. cit.*, 6 ss. e 97 ss.

⁸⁸ Su tale riforma, BRIOLINI F., *La riforma del diritto delle garanzie in Francia*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, II, 226 ss.; FIORENTINI F., *op. cit.*, 1155.

⁸⁹ *Loi pour la confiance ed la modernisation de l'économie*, in *Journal officiel*, 24 marzo 2006 c, in traduzione italiana, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1123, attuativa della delega parlamentare di cui alla Legge n. 2005-842 del 26 luglio 2005.

⁹⁰ L'art. 53 dell'*ordonnance*, modificando l'art. L311-32 del *code de la consommation*, stabilisce che i patti commissori conclusi nei contratti di credito mobiliare al consumo si hanno per non scritti.

⁹¹ Artt. 2458 e 2459 c.c.

⁹² La deroga al divieto non è invece prevista per il *nantissement* il quale, dopo un tradizionale utilizzo promiscuo con il *gage*, viene differenziato da quest'ultimo il quale, per espressa previsione legislativa, viene riferito esclusivamente ai beni mobili incorporali e non a quelli corporali: sul punto v. FIORENTINI F., *op. cit.*, 1169; v. pure CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, *cit.*, 192 ss. Per la riforma, v. pure SIMLER PH., *La réforme du droit des sûretés*, in *La semaine juridique*, n. 13, 2006, 124.

La portata di tale riforma – che potrebbe essere stata influenzata dalla stessa Direttiva *Collateral* e che potrebbe pure essere, a sua volta, foriera di nuove evoluzioni⁹³ - può apparire epocale solo agli occhi dell'osservatore italiano abituato ad una dilatata e diffusa estensione del divieto del patto commissorio la qual cosa, come già dimostrato da un'analisi comparatistica, ha portato ad un vero e proprio “isolamento” del nostro paese rispetto agli altri ordinamenti continentali tedesco e francese⁹⁴. Infatti, nonostante la codificazione napoleonica avesse, come anticipato, costituito il referente normativo del divieto pure per il legislatore italiano, l'erosione del divieto si era di fatto avuta già nell'ambito di diversi “sottosistemi” e diritti “secondi” dell'ordinamento privatistico francese all'interno del quale è stata censita la presenza di una serie nutrita di regole, di fonte tra loro diversa, che già da prima della riforma sulle garanzie consentivano e disciplinavano una varietà eterogenea di trasferimenti a scopo di garanzia proprio nel settore finanziario e bancario⁹⁵. La recente riforma francese del diritto generale delle garanzie appare così quasi lo sbocco naturale di tale esperienza di particolarismo legislativo; senza considerare che a tale erosione aveva contribuito pure la giurisprudenza la quale, come ricordato, a differenza di quella italiana non ha optato per una dilatata e rigorosa applicazione del divieto⁹⁶.

⁹³ GARDELLA A., *op. cit.*, 262 cui si rinvia per i riferimenti bibliografici alla dottrina francese.

⁹⁴ Così BUSSANI M., *op. cit.*, 283 ss. cui si rinvia. Per l'ordinamento olandese, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 99-100.

⁹⁵ BUSSANI M., *op. cit.*, 97 ss.

⁹⁶ V. FIORENTINI F., *op. cit.*, 1197. In relazione ai contratti di garanzia finanziaria coglie tale profilo innovativo della nuova legislazione rispetto agli orientamenti della giurisprudenza

Resta il fatto che, provenendo l'eliminazione del divieto dalla stessa esperienza di codificazione che, per l'insuperabile modello tecnico-culturale, è stata spontaneamente recepita in tutte le aree diverse da quelle di influenza angloamericana e tedesca⁹⁷ si è a ragione puntualizzato che “a dispetto della relativa strettezza del perimetro della riforma, occorre notare subito che il modello francese delle garanzie reali si sta preparando ad una modernizzazione di grande impatto sul preesistente tessuto di regole, idonea a proiettarsi nel contesto internazionale come modello di riforma da seguire per molti altri sistemi giuridici il cui diritto delle garanzie reali sia basato, in qualche misura, sull'eredità francese”⁹⁸.

Sia la disciplina delle garanzie finanziarie che la riforma francese costituiscono i riferimenti più importanti per la costruzione di un diritto privato europeo delle garanzie mobiliari. Inoltre le stesse

italiana GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 40 il quale rimarca la previsione secondo cui i contratti implicanti il trasferimento proprietario con funzione di garanzia hanno effetto in conformità ai termini in essi stabiliti, “*indipendentemente dalla loro qualificazione*” così aprendosi il varco alla più ampia autonomia negoziale senza il rischio di successive invalidazioni giudiziarie. Anche nell'ordinamento olandese il divieto dei trasferimenti fiduciari introdotto con la riforma del 1992 mediante l'art. 3:84(3) del c.c. è stato criticamente vagliato e limitato dalla giurisprudenza nel caso *Sogelease* del 19 maggio 1995, in *Nederlandse Jurisprudentie*, 1996, no. 119, relativo ad un contratto di *sale and lease back* analizzato da KEIJSER T., *op. cit.*, 135 ss. ed in cui la Suprema Corte olandese ha riconosciuto che in determinate circostanze la parte garantita si trova nell'identica posizione contrattuale del debitore: un trasferimento della proprietà è possibile e non contrasta con il divieto dei trasferimenti fiduciari qualora sia assicurato un corretto bilanciamento degli interessi del *collateral provider* e del *collateral taker* mediante ad es. la restituzione del *surplus*. Nella successiva pronuncia BTL Lease del 18 novembre 2005, LJN AT8241, in *www.rechtspraak.nl* è stato chiarito che se le parti intendono perseguire entrambe le funzioni di *recovery* e di *tradeability* non troverà applicazione l'art. 3:84(3) del c.c. olandese.

⁹⁷ Sulla centralità del divieto del patto commissorio nella codificazione v. FIORENTINI F., *op. cit.*, 1196 la quale evidenzia come esso fosse presente nell'art. 2078 c.c. per il pegno (e nell'*ex art.* 93 c.com. per il pegno commerciale, ora art. L521-3 co. 4 c.com.), nell'art. 2088 c.c. per l'anticresi, e per l'ipoteca, nell'art. 742 c.p.c. *ancien*.

⁹⁸ FIORENTINI F., *op. cit.*, 1160.

sicuramente avranno un'importante ruolo nel processo di codificazione europea in corso⁹⁹ ai fini dell'individuazione del quadro comune di riferimento (*common frame of reference*) per “migliorare la coerenza dell'acquis” comunitario¹⁰⁰ (alle garanzie reali su beni mobili è dedicato il libro IX)¹⁰¹.

⁹⁹ Per un'analisi di tale processo si rinvia a CASTRONOVO C., in C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, I, *Fonti Persone Famiglia*, Milano, 2007, 171 ss.

¹⁰⁰ *Communication – A more Coherent European Contract Law – An Action Plan*, COM (2003). V. l'introduzione della Comunicazione della Commissione europea dell'11 ottobre 2004. L'elaborazione del (*common frame of reference*: CFR) è stata dalla Commissione europea affidata insieme al Gruppo di studio di un codice civile europeo e al Gruppo europeo di ricerca sul diritto privato vigente dell'Unione europea, al c.d. *Acquis Group*.

¹⁰¹ Va al riguardo ricordato lo *Study Group on a European civil code* su cui v. VON BAR C., *Il gruppo di studio su un codice civile europeo*, *Il codice Civile Europeo – Materiali dei Seminari 1999/2000 del Cnf*, Milano, 2001, 3 ss.; all'interno del gruppo gli studiosi che si occupano specificamente delle garanzie fanno capo all'*Hamburg Working Team*, presso il *Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht*, coordinato dal Prof. U. Drobnig. I lavori sono sfociati nell'opera VON BAR C. – CLIVE E. – SCULTE-NÖLKE H., *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR). Interim Outline Edition*, Berlin, 2008. Con speciale riferimento alla materia delle garanzie mobiliari, v. VENEZIANO A., *A Secured Transactions' Regime for Europe: Treatment of Acquisition Finance Devices and Creditor's Enforcement Rights*, in *Juridica International*, XIV, 2008, 89 ss. reperibile su www.juridica.ee. Sul sito <http://www.jur.uva.nl/csecl/seminars.cfm/AB2D6DD7-1321-B0BE-6805F05D13EE7CF9> il 23 marzo 2009 è stato inserito, in relazione ad alcune attività della Prof.ssa Anna Veneziano, la bozza del libro IX predisposta dal Prof. Drobnig *Proprietary Security Rights in Movable Assets* da cui si evince come la disciplina sui contratti di garanzia finanziaria abbia influenzato *de iure condendo* la disciplina di diritto comune sulle garanzie mobiliari. In particolare, al IX.-7:103 - *Extra-judicial and judicial enforcement* viene previsto: “(1) Unless otherwise agreed, the secured creditor may carry out enforcement of the security right. IX.-7:104 remains unaffected. (2) A security right in the asset of a consumer can only be enforced by a court or other competent authority, unless after default the consumer security provider has agreed to extra-judicial enforcement (paragraph (1)). This paragraph and the first half-sentence of paragraph (1) sentence 1 do not apply to retention of ownership devices. (3) Enforcement is to be undertaken by the secured creditor in a commercially reasonable way and as far as possible in cooperation with the security provider and, where applicable, any third person involved”. Inoltre, al IX.-7:212-*Commercially reasonable price* viene previsto: “(1) The secured creditor must realise a commercially reasonable price for the encumbered asset. (2) If there is a recognised market which is easily accessible for the secured creditor, a price is commercially reasonable if it corresponds to the market price at the time of the sale, having due regard to any special features of the encumbered asset. (3) If the preceding paragraph does not apply, a price is commercially reasonable if the secured creditor took such steps as could be expected in the circumstances to be taken. (4) If the sale is by private sale, the security provider may demand that the creditor communicates to the security provider the expected price or price range. If the security provider can show that it is likely that this price range is significantly below what might reasonably be achieved at a private or public auction, it may demand that the secured creditor arrange for a private or a public

4. EVOLUZIONE DELLA DOTTRINA ITALIANA IN TEMA DI PATTO COMMISSORIO VERSO L'INDIVIDUAZIONE DELLA *RATIO* DEL DIVIETO NELL'ARRICCHIMENTO SENZA CAUSA

Come è noto, assai dibattuto è il fondamento del divieto del patto commissorio nell'ordinamento italiano. Le varie ricostruzioni proposte possono infatti approssimativamente ricondursi o all'esigenza di tutela del debitore (evitare una sproporzione tra l'ammontare del debito e il valore del bene preteso dal creditore o le pressioni del creditore); o al divieto di un'autotutela convenzionale discendente dall'inderogabilità del processo esecutivo; o alla tutela della *par condicio creditorum* per quei creditori rimasti estranei al patto; o, infine, all'interesse sociale a che non si crei un sistema di garanzie convenzionali alternativo a quello legale¹⁰². Non è mancato poi chi, sull'individuazione del fondamento del divieto, recentemente ha acutamente sostenuto che il problema non risiede nella mancata individuazione di una *ratio* convincente, ma nella positiva mancanza di ragionevolezza dell'intera costruzione¹⁰³.

auction. Subject to IX.-7:211 paragraph (5), a price achieved in this way is binding upon the parties. (3) Enforcement is to be undertaken by the secured creditor in a commercially reasonable way and as far as possible in cooperation with the security provider and, where applicable, any third person involved.

¹⁰² Per la ricostruzione del problema della *ratio* del patto commissorio, v. CIPRIANI N., *op. cit.*, 130 ss.; CARNEVALI U., *op. cit.*, 500-501 e DI PAOLO M., *Patto commissorio*, in *Digesto (disc. priv.)*, Torino, 1995, 309 ss.

¹⁰³ CANDIAN ALB., *Appunti dubbiosi sulla <<ratio>> del divieto di patto commissorio*, in *Foro it.*, 1999, I, 175 ss. Per la recente individuazione della funzione del divieto del patto commissorio nell'esigenza di protezione del debitore e dei terzi, v. VENEZIANO A., *A secured Transactions' Regime for Europe*, *cit.*, 94 ss. cui si rinvia.

Anche prima della riforma del diritto generale delle garanzie in Francia, il nostro ordinamento già conosceva fattispecie considerate non incompatibili con il divieto anche se, come è stato rilevato, questo non aveva portato gli interpreti alla conclusione che il vero fondamento del divieto del patto commissorio non fosse tanto da individuarsi nelle tradizionali *rationes* bensì nei tratti comuni delle stesse fattispecie con esso compatibili, ed in particolare nella necessità che non si verifichi uno squilibrio ed un ingiustificato arricchimento ai danni del debitore.

In aggiunta al patto marciano già innanzi considerato, le figure ritenute non incompatibili con il divieto del patto commissorio sono state individuate, oltre che nel contratto di pronti contro termine a scopo di garanzia¹⁰⁴ [espressamente richiamato dall'art. 1 co. 1 lett. d) del Decreto¹⁰⁵], anche in altre ipotesi in cui ricorre un trasferimento

¹⁰⁴ Sul contratto di pronti contro termine, v. FAUCEGLIA G., *Pronti contro termine*, in *Enc. Dir.*, Agg. V, Milano, 2001, 864 ss.; BONFATTI S., *Il contratto di pronti contro termine*, in *La banca e i nuovi contratti (nel quadro della 2^a Direttiva Cee)*, a cura di De Nova, Milano, 1993, 59 ss.; BRESCIA MORRA C., *Aspetti giuridici delle operazioni <<pronti contro termine>>*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1990, I, 779 ss.; MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie*, cit., 309 ss.; PERNAZZA F., *Contratti di pronti contro termine*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 1045 ss.: secondo tale Autore il contratto di pronti contro termine non ricade nel contratto di riporto in quanto quest'ultimo ha un carattere unitario e non duplice come il pronti contro termine; è un contratto essenzialmente reale, caratteristica assente nel pronti contro termine ove la consegna non è necessaria per il perfezionamento della fattispecie; può avere una funzione economica multiforme e non necessariamente di finanziamento come il pronti contro termine; infine i titoli oggetto delle due fattispecie sono nettamente distinti nella prassi ed il riporto può avere ad oggetto solo titoli di massa; difforme è la disciplina del pronti contro termine rispetto all'art. 1550 c.c. (1065 ss.).

¹⁰⁵ Il Decreto non fornisce una definizione del contratto di pronti contro termine il quale può assumere molteplici connotazioni a seconda della funzione di volta in volta perseguita dai contraenti (v. A.B.I., *Bozza di circolare*, cit., 5; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 198 il quale osserva come per tale contratto resti in ombra la funzione di garanzia che spesso il negozio svolge; secondo tale Autore al contratto di pronti contro termine va ricondotto il *classic repo* o il *sell/buy back*:

della proprietà con funzione di garanzia e, segnatamente, nei contratti di pegno irregolare, di deposito irregolare con funzione di garanzia (equiparato al primo dalla dottrina maggioritaria¹⁰⁶), di riporto finanziario¹⁰⁷ e di prestito titoli¹⁰⁸.

In effetti, da tale punto di vista, l'impatto che l'art. 6 co. 2 ha avuto sull'operatività del divieto del patto commissorio sembrerebbe

198-199; sempre secondo tale Autore, inoltre, il riferimento ai contratti di pronti contro termine non va inteso in senso tassativo in quanto debbono ritenersi ricadenti nella nuova disciplina tutti i contratti nei quali lo scambio del bene risponda ed assolva ad una funzione di garanzia, indipendentemente dallo schema o dal modello contrattuale concretamente utilizzato così comprendendo anche il riporto o il prestito titoli: 199, testo e nota 68).

¹⁰⁶ DE MARTINI A., *Deposito (diritto civile)*, in *Noviss. Dig. It.*, V, 1960, 507; ANELLI F., *op. cit.*, 271, nota 1; LUMINOSO A., *Deposito cauzionale presso il terzo e depositi irregolari a scopo di garanzia*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 433; GRISI G., *Il deposito in funzione di garanzia*, Milano, 1999, 456; MARANO P., *Sul pegno (irregolare) del saldo di conto corrente* (commento a Trib. Roma, 14 ottobre 1998), in *Banca borsa e tit. cred.*, 2000, II, 611. Per un'analisi dei contratti di pegno, deposito ed usufrutto irregolari negli ordinamenti olandese e tedesco, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 235 ss. Per il rilievo che depositi a garanzia delle insolvenze di mercato, pegno irregolare, pegno sul saldo di conto corrente, ecc. svolgessero già una funzione di "garanzia finanziaria", v. MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie*, *cit.*, 301.

¹⁰⁷ LOIACONO D.-CALVI A.-BERTANI A., *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, Supplemento al fascicolo 6/2005 della Rivista *Banca, borsa e tit. cred.*, 31.

¹⁰⁸ Il prestito titoli è disciplinato dal *master agreement* GMSLA relativo ai *securities lending*. Sul prestito titoli, che ha una grande diffusione nelle vendite allo scoperto, da ultimo, v. CINCOTTI C., *Prestito di titoli*, in *Il diritto, Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, Milano, 2007, 400 ss. il quale differenzia il contratto sia dal riporto che dal pegno irregolare (405-406). Sul contratto di *repo* e di *securities lending*, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 108-109 per il quale gli stessi, da un lato, sono accomunati dal fatto di costituire entrambi *title transfer* o *outright transfer* (per effetto della vendita, della permuta o del prestito di beni fungibili) con la conseguente attribuzione del pieno diritto di disporre degli *asset* trasferiti durante l'intera durata del contratto e con l'obbligo di restituire il *tantundem*; dall'altro, sono differenziati per il fatto che nel *repo* l'obbligazione restitutoria consegue alla stipulazione di una seconda vendita e non deriva, come nel *securities lending* dall'originario contratto; per le differenze tra le due fattispecie negoziali, v. pure CORRIGAN D.-GEORGIU C.-GOLLOU J., *REPO the Ultimate Guide*, London, 1999, *sub* capitolo II; STEINER B., *Mastering Repo Markets; A step-by-step Guide to the Products; Applications and Risks*, London, 1997, 69-118; BROWN C., *How to Spot the difference between Repos and Stock Loans*, in *Int'l Financial Law Review*, 1996, 15 (6), 51-52; per le somiglianze tra prestito titoli e riporto, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, *cit.*, 110, nota 33. Anche nel prestito titoli il rischio di controparte viene prevenuto mediante il sistema dei margini (CINCOTTI C., *op. cit.*, 405). Sulla vendita allo scoperto o *short sale*, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, *cit.*, 131 ss.

essere, di primo acchito, solo apparente¹⁰⁹ se non fosse che, anche in una prospettiva di diritto privato generale, la nuova disciplina, da un lato, sembra confermare che la *ratio* di tali fattispecie collocate ai margini dell'ordinamento ed il vero fondamento del divieto consistono nell'esigenza di evitare l'arricchimento senza causa del creditore; dall'altro, consacra la clausola marciana soprattutto attraverso la previsione della modalità di escussione della garanzia reale consistente nell'appropriazione del *Collateral*.

In ogni caso, anche in assenza di una deroga espressa, per molte delle fattispecie rientranti nella nozione di garanzia finanziaria – ma più difficilmente per la modalità di escussione attraverso l'appropriazione – il divieto del patto commissorio non avrebbe costituito un ostacolo insormontabile: ciò vale in particolare per la categoria delle alienazioni in funzione di garanzia.

Ed infatti, in particolare, ad es., già si era escluso che il pegno irregolare disciplinato nell'ambito dell'anticipazione bancaria (art. 1851 c.c.) violasse il divieto in quanto, da un lato, esso dà luogo ad un trasferimento immediato (e non differito, come previsto nell'art. 2744) e, dall'altro, trattandosi di denaro¹¹⁰ o di altro bene fungibile, il valore

¹⁰⁹ ATELLI M., *op. cit.*, 3; considera, invece, la disapplicazione una novità significativa, GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria, cit.*, 306.

¹¹⁰ Nel pegno irregolare avente ad oggetto denaro si ritiene che operi un vero e proprio trasferimento della proprietà dei pezzi monetari. Sotto tale profilo il meccanismo del pegno irregolare va tenuto distinto dall'atto solutorio costituito dal pagamento per il quale il denaro ha perso la sua "realità". Si può infatti dire che il denaro mantiene la propria "realità" nelle sole ipotesi dei contratti c.d. reali in cui, come ad es. nel pegno irregolare, sia utilizzato quale oggetto della garanzia. Si ritiene infatti che "nel caso dei pagamenti in denaro la questione del trasferimento della proprietà sui singoli pezzi monetari (salva la diversa ipotesi in cui la moneta abbia un valore numismatico richiesto da un collezionista e rilevi alla stregua di un bene dal

può essere facilmente determinato con criteri oggettivi¹¹¹. Sotto tale profilo il co. 1 e 2 dell'art. 6 del Decreto, applicabili al pegno irregolare, non sembrano introdurre particolari innovazioni. Come rilevato, proprio la figura del pegno irregolare, già prima del recepimento della direttiva appariva, infatti, conciliabile con la struttura del *Credit Support Annex* dell'ISDA nella versione *English Law* (contratto UK) sia per la caratteristica del trasferimento della proprietà dei beni che ne costituiscono oggetto a favore del creditore il quale è tenuto alla restituzione del solo *tantundem*; sia per l'immediata escussione della garanzia in caso di inadempimento e di sottoposizione ad una procedura concorsuale; sia per la forma semplificata della costituzione: infatti nonostante anche al pegno irregolare si applichino alcune disposizioni dettate per il pegno regolare (atto scritto, data certa, spossessamento, individuazione della cosa data in pegno), la mancanza dell'onere dell'iscrizione del vincolo pignoratorio sul libro vincoli

valore intrinseco) ha un sapore ormai scolastico, poiché prevale l'aspetto economico del denaro come unità ideale di misura del valore degli scambi" (BRECCIA U., *L'obbligazione*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica - P. Zatti, Milano, 1991, 11 cui si rinvia per ulteriori riferimenti).

¹¹¹ CIACCARIELLO S., *Pegno (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 688; MARTORANO F., *Cauzione e pegno irregolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, 107 e 119 ss.; FRAGALI M., *op. cit.*, 256 ss.; BIANCA C.M., *Il divieto*, *cit.*, 219; LOJACONO V., *op. cit.*, 73-75; CARNEVALI U., *op. cit.*, 688. In una prospettiva comparatistica, al contratto complesso di mutuo di titoli garantito da una pegno irregolare di contante o titoli la dottrina riconduce il *securities lending*: LOJACONO D.-CALVI A.-BERTANI A., *op. cit.*, 27 ss. Anche in Francia il divieto non colpisce il *gage-espèce* (ossia su somme di denaro e pertanto assimilabile al pegno irregolare) perché l'automaticità del meccanismo compensativo propria di questa figura evita qualsiasi rischio di approfittamento del debitore: FIORENTINI F., *op. cit.*, 1198, richiamando Cass., 9 aprile 1996, n. 93-17.370, in *Bull. Civ.*, IV, 116, *RTD civ.* 1996, 669, con commento di CROCQ P. Come è stato ricordato, poi, in Francia la giurisprudenza ha riconosciuto la validità del *gage sur sommes d'argent* o *gage-espèces* ossia del pegno su somme di denaro, per il quale gli interpreti, se possono discutere sulla configurazione giuridica della figura, sono unanimi sul punto della non applicabilità del divieto di patto commissorio (FIORENTINI, *op. cit.*, 1165 cui si rinvia per riferimenti).

tenuto dagli intermediari autorizzati per conto della Banca d'Italia e per conto di Monte Titoli nonché l'accensione, alla luce della nuova normativa sulla dematerializzazione dei titoli, di particolari conti nei quali versare i titoli o il denaro da costituire in pegno, alleggerivano di molto la gestione della garanzia¹¹². Al pegno irregolare ed al trasferimento in funzione di garanzia vengono ricondotti pure i margini dei sistemi di compensazione e garanzia (art. 70 T.U.F.) e del mercato interbancario. In particolare, ove si tratti di contante, i margini vengono ricondotti al pegno irregolare; ove si tratti di strumenti finanziari i margini vengono ricondotti all'alienazione con funzione di garanzia¹¹³.

E' evidente che il pegno di attività finanziarie a garanzia di obbligazioni finanziarie di cui all'art. 5 del Decreto, si identifica con il pegno regolare il quale, non comportando il trasferimento della proprietà della *res (security interest)*, esula dal novero dei trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia (*transfer interest*) i quali, invece, comprendono anche il pegno irregolare. Si potrebbe anzi ritenere che almeno nell'ambito di applicazione della normativa in discorso pure il pegno regolare ed il pegno irregolare possono ormai distinguersi non

¹¹² ROZZI A.-BRUNO F., *op. cit.*, 1232.

¹¹³ MAUGERI M., *Il regime giuridico dei margini e l'operatività in derivati su <<commodities>>*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 723, richiamando le opinioni di PERRONE A., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti derivati finanziari. Profili giuridici*, Milano, 1999, 76 ss.; IERMANO G., *Commento sub art. 70*, in G. Campobasso, *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, 585; considera il margine di garanzia un *outright-transfer*, GUCCIONE A.V., *Struttura e regolamentazione dei servizi di compensazione e di controparte centrale nelle borse di commodities*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 210. V. pure *supra*, nota 51.

più né per tipologia di beni¹¹⁴ né per l'attribuzione del potere dispositivo¹¹⁵, ma alla luce del criterio discretivo di matrice anglosassone che distingue tra garanzie che determinano l'alienazione del diritto e garanzie che non determinano tale alienazione.

L'art. 5 è, comunque, ritenuto applicabile non solo al pegno regolare, ma a tutte le forme di garanzia che non comportino il trasferimento della piena proprietà delle attività finanziarie in funzione di garanzia¹¹⁶. L'art. 5 assume grande rilievo nell'ambito del contratto

¹¹⁴ GATTI S., *Pegno irregolare e fallimento del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, 112: fungibili nel pegno irregolare e “*infungibili nel pegno regolare*”; v. pure Trib. Roma 18 luglio 1991, in *Giur. it.*, 1992, II, 2, 181.

¹¹⁵ La più recente giurisprudenza della Suprema Corte (Cass., 24 maggio 2004, n. 10000), respingendo la teoria che qualifica il pegno irregolare come (sotto)specie del pegno (regolare) e che si limita a differenziare le due fattispecie unite da una comune funzione di garanzia solo per tipologia di beni, ha stabilito che la fattispecie si caratterizza piuttosto per l'evidenza data proprio all'autonomia del negozio in esame rispetto al contratto di pegno regolare: secondo la Corte “*allorché il contratto di costituzione di pegno riconosca alla banca garantita il potere di disporre dei titoli per soddisfarsi dei propri crediti, si esula dall'ipotesi di pegno regolare, e si rientra, viceversa, nella disciplina, prevista dall'art. 1851 cod. civ., del pegno irregolare, in base alla quale il creditore garantito acquisisce la somma portata dal titolo o dal documento, che dovrà restituire al momento dell'adempimento o, in caso di inadempimento, dovrà rendere per quella parte eccedente l'ammontare del credito garantito, determinata in relazione al valore delle cose al tempo della relativa scadenza. Sicché il creditore assistito da pegno irregolare, a differenza di quello assistito da pegno regolare, non può (per carenza di interesse) e non è tenuto ad insinuarsi nel passivo fallimentare, ai sensi dell'art. 53 legge fall., per il soddisfacimento del proprio credito, essendo la compensazione nel pegno irregolare la modalità tipica di esercizio della prelazione. (Nella specie, il pegno - con facoltà della banca di disporre dei titoli che ne costituivano l'oggetto - era stato costituito a garanzia di un aumento straordinario del fido, riconosciuto contestualmente e a termine, sebbene deliberato formalmente alcuni giorni dopo; nell'enunciare il principio di cui in massima, la Corte ha escluso che l'estinzione del debito vantato dalla banca fosse assoggettabile a revocatoria fallimentare)*” (Cass., 6 dicembre 2006, n. 26154; Cass., 10 marzo 2006, n. 5290; Cass., 16 giugno 2005, n. 12964). Pare ancora muoversi nella direzione del criterio discretivo dell'attribuzione del potere dispositivo KEIJSER T., *op. cit.*, 106-107 il quale osserva come la differenza tra il prestito di titoli fungibili e la vendita o permuta, da un lato, ed il pegno dall'altro, risiederebbe nel fatto che la Direttiva, diversamente dalla disciplina di diritto comune, attraverso l'attribuzione del diritto di uso (previsto, per l'ordinamento italiano, dall'art. 5 del Decreto) consente al creditore pignoratorio di disporre del *collateral* anche a prescindere del verificarsi di un *event of default*.

¹¹⁶ LOIACONO D.—CALVI A.—BERTANI A., *op. cit.*, 33.

di *prime brokerage* stipulato dagli *hedge fund*¹¹⁷: la documentazione contrattuale del *prime brokerage*¹¹⁸ non è infatti standardizzata ed in molti

¹¹⁷ Gli *hedge funds* sono un tipo economicamente importante di schema di investimento collettivo non regolato e, pertanto, non soggetto alle restrizioni legali che riguardano altre forme di investimento collettivo rispetto alle quali si caratterizza per un profilo di rischio/rendimento più elevato (ad es. l'*hedge fund* è l'unico fondo cui è consentita la vendita allo scoperto; per un'esigenza di regolamentazione, v. MONTI M., *Iosco: hedge fund da regolamentare*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo 2009, 5). In Italia la disciplina è dettata dal Decreto del Ministro del Tesoro, 31 gennaio 1999, n. 228 poi modificato con D.M., 31 gennaio 2003, n. 47 e dal provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 e ricalca in parte il modello statunitense. In tale schema di investimento, i *funds* forniti da investitori sofisticati sono trattati adoperando strategie complesse basate sui derivati all'insegna dell'arbitraggio e della leva finanziaria (ossia un alto rapporto tra capitale e indebitamento): essi utilizzano metodi e strumenti di copertura del rischio (ad es. opzioni *put*, *futures*, derivati, ecc.) al fine di massimizzare le *performance*. Tipicamente gli *hedge funds* sono, pertanto, altamente speculativi. Per un'analisi v. FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 227 ss. ANNUNZIATA F., *I fondi speculativi*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 677 ss. Nell'articolo apparso su *Il Sole 24 Ore* del 13 gennaio 2009, *Hedge fund, rosso record da 350 miliardi \$ nel 2008*, in www.ilsole24ore.it viene riferito che nel 2008 gli *hedge fund* hanno perso 350 miliardi di dollari su scala mondiale avendo gli stessi sofferto perdite sugli investimenti e riscatti da parte della clientela. Il recente scandalo Madoff del mese di dicembre 2008 ha riproposto la necessità di definire una nuova regolamentazione degli *hedge fund* (v. URSINO G., *Per gli hedge è l'ora delle regole*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3). Al fine di evitare che la corsa ai riscatti potesse condurre gli *hedge fund* in una situazione di illiquidità, l'art. 14 della L. 28 gennaio 2009, n. 2 di conversione con modifiche del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 ha consentito alle SGR di avvalersi, anche con effetto retroattivo, delle misure introdotte volte a dilazionare i flussi di rimborso (*gate*) e a trasferire le porzioni illiquide del portafoglio in appositi veicoli (*side pocket*) (per alcuni primi dati, v. URSINO G., *Chi rimborsa i clienti con il contagocce*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2009, inserto *Plus24*, 9; sulla disposizione, v. FAUSTINI E., *Decreto legge "anticrisi"*, *cit.*, 5-6). Ricorda MORRIS CH. R., *op. cit.*, 151 come un ampio segmento di *hedge funds* si concentri nei *Collateral Debt Obligation* e nei *Credit Default Swap*: a tale Autore si rinvia per una ricostruzione delle posizioni di venditori di protezione assunte dagli *hedge funds* e per l'analisi delle conseguenze altamente pregiudizievoli che, anche da lievi perdite sulle CDO, possono aversi sugli *hedge funds* a causa dell'alta leva finanziaria.

¹¹⁸ Gli *hedge funds* prendono a prestito dalle banche le quali agiscono come *prime brokers* così fornendo una gamma di servizi inclusi il *cash* e il prestito titoli, la custodia e il brokeraggio. Le esposizioni di credito dei *prime brokers* nei confronti dei loro clienti *hedge funds* sono collateralizzate utilizzando la liquidità di questi ultimi, i titoli e le posizioni derivate e altre pretese contrattuali. Viene chiarito che "con la locuzione *prime brokers* si intendono primari istituti di credito ed intermediari finanziari che offrono alle SGR speculative una serie unitaria di servizi (che tipicamente comprendono il servizio di custodia e regolamento delle istruzioni di investimento, la ricerca, la negoziazione, il finanziamento ed il prestito titoli) per la gestione di fondi di tipo speculativo" [BANFI A.-FUSETTI R., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Torino, 2008, 451 cui si rinvia per ulteriori approfondimenti]. I *prime brokers* "si collocano tra l'*hedge fund* (o meglio il gestore), che

casi i contratti fra *hedge funds* e *broker* sono strutturati come un *security interest* con attribuzione del diritto di uso del *collateral* (*repledge* o *rehypothecation*) a prescindere dal verificarsi di un *event of default*¹¹⁹: tale

impartisce gli ordini, e i negozianti incaricati delle loro esecuzione”; “i principali servizi offerti da questo intermediario consistono [...] nel regolamento delle operazioni disposte dalla società di gestione per conto del fondo, nella custodia dei beni di pertinenza del fondo e nella rendicontazione delle operazioni. Inoltre il *prime broker* provvede ad erogare finanziamenti al fondo per il pagamento dei margini e a prestare al fondo stesso i titoli necessari per coprire le vendite allo scoperto. Nel caso in cui un fondo speculativo concluda un accordo di *prime brokerage*, il gestore darà istruzione a tutti i negozianti dei quali si avvale di regolare le operazioni con il *prime broker*. Conseguentemente, sarà quest’ultimo a regolare le operazioni nei diversi mercati e nelle valute di riferimento, a custodire gli strumenti finanziari che ne sono oggetto – ovvero a fornire le disponibilità liquide per il pagamento dei margini o a prestare i titoli necessari – e a elaborare i rendiconti sulle posizioni in contante e in titoli” (LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 725; ID., *Le garanzie nei fondi hedge (il cd. Prime Brokerage)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 22; KEIJSER T., *op. cit.*, 200 ss.). Il recente scandalo Madoff del mese di dicembre 2008 ha riproposto la necessità di definire una nuova regolamentazione degli *hedge fund* (v. URSINO G., *Per gli hedge è l’ora delle regole*, *cit.*, 3): nel caso Madoff, ad es., è stato accertato che il *subcustodian* delle banche per le attività in garanzia fosse addirittura lo stesso Madoff (OLIVIERI A., *La Sec sulle orme della truffa*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3; sul sub-deposito degli strumenti finanziari presso il *prime broker*, avente pure la funzione di mettere la banca depositaria in condizione di esercitare il controllo sulla regolarità della gestione del fondo, così come previsto dall’art. 38 TUF, v. LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, *cit.*, 735).

¹¹⁹ LENER R., *Le garanzie*, *cit.*, 22; ID., *Il contratto di prime brokerage*, *cit.*, 727 il quale ricorda che “gli effetti di siffatto vincolo per il diritto inglese sono simili, pur se non certamente identici, a quelli del pegno regolare di diritto italiano. Per effetto della costituzione del vincolo, infatti: a) la proprietà degli strumenti finanziari oggetto del vincolo non viene trasferita al *prime broker*; b) la SGR non può disporre degli strumenti finanziari se non con il consenso del *prime broker*; c) in caso si verifichi un inadempimento delle obbligazioni garantite che dia diritto al *prime broker* di escutere la garanzia, questi avrà diritto a essere preferito rispetto agli altri creditori del fondo sul ricavato della vendita degli strumenti finanziari oggetto della garanzia. Il *prime broker*, pertanto, non ha di norma il potere di disporre dei beni. Il fondo (la SGR per conto del fondo), dunque, conserva il diritto alla restituzione dei titoli sub depositati presso il *broker*, al netto dei debiti eventualmente assunti nei suoi confronti, anche nel caso di risoluzione del contratto ovvero di sottoposizione dell’intermediario a procedura concorsuale”. Sempre secondo LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, *cit.*, 734 non si pongono problemi quanto alla possibilità di concedere *rehypothecation rights* sul patrimonio del fondo: “tuttavia, pur ammettendo la possibilità per una SGR di costituire in garanzia i beni che compongono il patrimonio del fondo gestito, l’ulteriore questione da esaminare consiste nello stabilire se ciò sia ammissibile anche là dove il soggetto a vantaggio del quale la garanzia è concessa ne divenga titolare e possa quindi disporre. Non è agevole prendere posizione sul punto. Sembra però si possa riconoscere la validità della *rehypothecation* a condizione che: (1) sia conforme agli obiettivi del fondo; (2) la SGR non agisca nel proprio esclusivo interesse o nell’interesse di terzi, bensì

diffusione dipende dal fatto che i *prime brokers* hanno modellato la loro documentazione contrattuale su quella statunitense in relazione alla quale il § 9-207 (c) (3) U.C.C. attribuisce alla parte garantita un generale “*right of use*”¹²⁰.

Ancora, nel contratto di riporto (art. 1548) con funzione di garanzia la violazione del divieto è esclusa quando non vi sia sproporzione tra somma erogata dalla banca, valore dei titoli trasferiti in proprietà e prezzo di ritrasferimento che potrà tenere conto solo degli interessi dovuti dalla banca¹²¹.

nell'interesse del fondo o del comparto con riferimento al quale ha sottoscritto il contratto di *prime brokerage*, (3) il regolamento del fondo indichi chiaramente che la SGR ha facoltà di concedere *rehypothecation rights* sui beni del fondo e preveda in quali circostanze ciò possa avvenire e, infine, (4) la SGR manifesti, nelle forme dovute, il proprio previo consenso caso per caso”. *Il Sole 24 Ore* del 25 settembre 2008 riportava la notizia a pag. 5 dell'azione legale che l'*hedge fund Rab Capital* assistito da *Simons&Simons* ha intrapreso contro *Lehman Brothers* in Europa – dallo stesso utilizzato come *prime broker* per le sue operazioni di gestione patrimoniale - un'azione legale innanzi ai giudici britannici per la restituzione di 50 milioni di dollari utilizzati in operazioni di *rehypothecation*: a seguito delle attività di accertamento della società di *audit* e consulenza *PricewaterhouseCoopers*, che amministra le attività europee di *Lehman* e che sta verificando la posizione di bilancio della banca, sembrerebbe che il gruppo newyorkese abbia utilizzato circa 22 miliardi di dollari delle attività di brokeraggio per operazioni di *rehypothecation* impiegando *securities* di un cliente *in a margin account* per assicurare prestiti della banca stessa. Alle azioni legali sembrerebbero interessati anche altri *hedge fund* come *Amber Capital* e *GLG Partners*.

¹²⁰ Ricorda LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, cit., 727 che “il ricorso a *brokers* americani anche da parte (di talune) delle prime SGR speculative italiane ha fatto sì che si sia cercato di importare nel nostro ordinamento questo schema di garanzie. Ed è interessante notare, al riguardo, come i contratti di questo tipo conclusi con fondi speculativi costituiti in Europa (per il momento, in Irlanda e in Italia) siano regolati, per scelta costante delle parti (ma anche [...] in ragione del luogo in cui è annotato il vincolo), dalla legge inglese”; v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 200.

¹²¹ GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2000, 1083-1084 e 1099; in tema di relazioni tra riporto e patto commissorio v. Cass., 6 giugno 1951, n. 1441, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1952, I, 379, con nota di G. MINERVINI; App. Cagliari, 4 marzo 1991 in *Corr. giur.*, 1994, 611 ss., ha stabilito che questo contratto “se risponde all'intento delle parti di preconstituire una garanzia con attribuzione irrevocabile del bene al creditore solo in caso di inadempienza del debitore è nullo, anche quando implica un trasferimento effettivo della proprietà, perché costituisce un mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa”. In maniera critica contro tale pronuncia si osserva come un contratto di riporto non possa dissimulare un mutuo con patto commissorio, avendo l'ordinamento

Il Decreto non si preoccupa di prevedere anche per la cessione del credito in funzione di garanzia la disapplicazione dell'art. 2744. E' evidente come l'espressa ammissibilità da parte del Decreto di tale figura elimini in radice l'incompatibilità con il divieto in discorso. Tuttavia, a meno di voler ritenere che il legislatore abbia inteso aderire a quell'opinione che ritiene che l'ammissibilità della cessione del credito in funzione di garanzia deriverebbe proprio dal fatto che il divieto del patto commissorio è inestensibile alle alienazioni di diritti non reali¹²², non si vede perché il legislatore, non avendo optato per la più generica nozione di alienazioni a scopo di garanzia, non abbia ripetuto la previsione di cui all'art. 6 co. 2 anche in relazione alla cessione del credito in funzione di garanzia limitandola invece ai soli trasferimenti della proprietà.

Anche per la cessione del credito a scopo di garanzia, comunque, già prima dell'entrata in vigore del Decreto, si è discusso della sua ammissibilità e compatibilità con il divieto del patto commissorio. La dottrina è divisa anche se pare prevalente l'orientamento che considera tale forma di cessione compatibile con l'art. 2744¹²³ sia in virtù dell'autonomia privata di cui all'art. 1322 c.c.

previsto per questo contratto una specifica disciplina che, assicurando una reciproca garanzia delle parti, consente di escludere che esse possano ricorrere a quella specifica forma di autotutela, peraltro vietata, che è il patto commissorio: la reciproca garanzia è infatti ontologicamente connaturata alla struttura del contratto di riporto (RENNA, nota a App. Cagliari, 4 marzo 1991, *cit.*). In una prospettiva comparatistica, al contratto di riporto la dottrina riconduce il *repurchase agreement* o *repo*: LOIACONO D.-CALVI A.-BERTANI A., *op. cit.*, 19 ss. Il *repo* è regolato dal *master agreement* GMRA.

¹²² PERLINGIERI P., *Le cessioni dei crediti ordinari e <<d'impresa>>*, Napoli, 1993, 37 ss.

¹²³ PERLINGIERI P., *op. cit.*, *passim*; MANCINI T., *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milano, 1968, 40 ss.; PANZARINI G., *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, Milano, 1984, 120 ss. e

sia perché l'ostacolo rappresentato dal divieto è superabile in virtù dell'art. 2803 c.c. dettato in materia di pegno di crediti, ai sensi del quale il creditore pignoratizio – constatato l'inadempimento del debitore principale - può ritenere di ciò che ha riscosso quanto basta per la soddisfazione delle sue ragioni, sempre che il pegno riguardi crediti di denaro o di altre cose fungibili. Tale norma, secondo l'opinione in esame, sancisce in pratica l'inapplicabilità del patto commissorio per questi tipi di crediti¹²⁴. Secondo altra opinione il

131 ss.; PIRAINO LETO A., *Cessione del credito a fine di garanzia*, in *Nuovo dir.*, 1977, 529 ss.; RIOLO F., *La cessione del credito nella prassi bancaria*, in *Bancaria*, 1974, 808 ss.; CROCE G.R., *La cessione del credito a scopo di garanzia*, in AA.VV., *Le garanzie reali e personali nei contratti bancari*, Milano, 1976, 99 ss.; COSTI R., *Attività creditizia e procedure concorsuali. Un profilo del processo di socializzazione del rischio di impresa*, in *Pol. dir.*, 1975, 530; FRAGALI M., *Garanzia (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1969, 457 ss.; VIALE M., *Le garanzie bancarie*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, Padova, 1994, 109 ss.; INZITARI B., *La cessione del credito a scopo di garanzia: inefficacia ed inopponibilità ai creditori dell'incasso del cessionario nel fallimento, nel concordato e nell'amministrazione controllata*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 172 ss. In posizione anomala si colloca poi TUCCI G., *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti*, Milano, 1974, 169, il quale, da un lato, sembra dar rilievo decisivo per la validità della cessione in garanzia al fatto che essa viene considerata tale dalla giurisprudenza e che ha una pur non diffusa utilizzazione nella prassi (p. 162); dall'altro, rileva che essa è estranea alla "logica che il codice (italiano) accoglie nella materia delle garanzie mobiliari" (p. 169). In senso contrario, per la nullità della cessione in quanto una causa di garanzia non può dirsi sufficiente per giustificare il trasferimento della titolarità, PANUCCIO V., *La cessione volontaria dei crediti*, Milano, 1955, 20, nota 29; BATISTONI FERRARA F., *Cessione del credito <<a garanzia>> e fallimento del cedente*, in *Foro it.*, 1961, I, c. 1451; SEGRÈ G., *Sul trasferimento di proprietà di merci, a scopo di garanzia e sui suoi effetti nel caso di fallimento in relazione alla riserva di dominio*, in *Ann. dir. comp.*, 1929, 837; BAVETTA G., *La cessione del credito a scopo di garanzia*, in *Dir. fall.*, 1995, I, 594; in giurisprudenza, per l'affermazione secondo la quale nella cessione di credito in garanzia v'è un eccesso del mezzo al fine, Cass., 22 settembre 1990, n. 9650, in *Giust. civ.*, 1991, I, 1518; per l'affermazione della nullità in quanto la cessione si porrebbe in contrasto con il divieto del patto commissorio, BIANCA C.M., *Il divieto, cit.*, 157; SPINELLI M., *Le cessioni liquidative*, Napoli, 1962, 672 ss.

¹²⁴ PERLINGIERI P., *op. cit.*, 41; TUCCI A., *op. cit.*, 168 nota 15; MANCINI T., *op. cit.*, 14; VIALE M., *op. loc. ult. cit.* Per l'inapplicabilità dell'art. 2803 alla cessione del credito in garanzia, invece, INZITARI B., *op. cit.*, 168 ss., secondo il quale la validità del negozio di cessione in garanzia è provata dalla disciplina del pegno irregolare e dalla compatibilità con la funzione del divieto del patto commissorio; sostanzialmente a risultati analoghi giunge ANELLI F., *op. cit., passim.* Secondo TARZIA G., *Le garanzie atipiche (e l'attuazione della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria)*, in *Fall.*, 2005, 5, 486, non può ravvisarsi l'abuso che l'art. 2744 c.c. vuole impedire allorquando l'incameramento abbia per oggetto il ricavo della riscossione di un credito ceduto

problema è piuttosto quello di capire se sia conciliabile la cessione in garanzia con il principio di tutela dei creditori chirografari espresso dall'art. 2741 c.c.¹²⁵, problema che sembra assumere un'importanza centrale anche nella disciplina sulle garanzie finanziarie specialmente in ordine ai rapporti tra i poteri di autotutela del *collateral taker* sulle garanzie reali e le tutele accordate ai terzi creditori.

Infine, anche la vendita sospensivamente o risolutivamente condizionata all'adempimento del debitore era stata considerata in linea con il divieto¹²⁶.

Alla luce dell'analisi sia pure sommaria delle fattispecie appena considerate, il decreto sembra introdurre, generalizzandoli, meccanismi di trasferimento di diritti in funzione di garanzia che ricalcano la struttura di figure negoziali già note all'ordinamento italiano e che, come anticipato, già da tempo sono considerate compatibili con il divieto di cui all'art. 2744 c.c. Di ciò sembra quasi essere consapevole lo stesso legislatore comunitario il quale risulta rispettoso nei confronti delle tradizioni dei singoli ordinamenti degli Stati membri che annoverano al loro interno il divieto del patto commissorio non in relazione alle alienazioni in funzione di garanzia quanto piuttosto in relazione alla modalità di escussione della garanzia mediante appropriazione. In relazione a ciò l'espressa previsione della

in garanzia, anziché dato in pegno; la differenza fra le due fattispecie, difatti, non attiene al momento satisfattivo.

¹²⁵ DOLMETTA A.A.-PORTALE G.B., *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, 105.

¹²⁶ FIORENTINI F., *Garanzie reali atipiche*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, 2, 253 ss.; BUSSANI M., *Il modello italiano delle garanzie reali*, in *Contr. impr.*, 1, 1997, 163 ss. V. pure *infra sub cap. II*, nota 173.

disapplicazione del divieto del patto commissorio per i trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia appare ridondante e pleonastica se si considera il rilievo del tutto marginale che essa può avere per alcuni beni che pure potrebbero formare oggetto di *Collateral* quali quelli diversi dal contante e dagli strumenti finanziari¹²⁷. Non è un caso che per il pegno irregolare si sia in passato ritenuto che, nonostante la difesa privata del creditore si realizza più intensamente del pegno regolare, non si avvertono gli inconvenienti che sono legati al patto commissorio, in quanto l'esecuzione stragiudiziale si svolge in modo tale da non provocare né la sopraffazione del debitore, né l'ingiusto arricchimento del creditore, tant'è che in caso di inadempimento il soggetto obbligato subisce soltanto una perdita patrimoniale proporzionata al debito garantito, nel rispetto di quel principio che nelle stesse garanzie tipiche difficilmente trova attuazione¹²⁸.

Per le modalità di escussione della garanzia finanziaria reale, ove l'espressa previsione della disapplicazione sarebbe stata maggiormente opportuna, la violazione del divieto viene implicitamente esclusa mediante l'imposizione che le condizioni di realizzo delle attività finanziarie, nonché i criteri di valutazione delle

¹²⁷ Anche secondo BONFANTI F., *op. cit.*, 673 la previsione di cui all'art. 6 co. 1 del Decreto non integra una fattispecie contraria al divieto del patto commissorio ex art. 2744 c.c. e pertanto, il co. 2 dell'art. 6 perderebbe la propria funzione derogatoria; peraltro, alla disposizione viene comunque riconosciuta una utilità pratica in quanto la stessa contribuisce a sciogliere ogni eventuale dubbio circa la legittimità e la validità del contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà, in coerenza con il XIII *considerando* della Direttiva che evidenzia l'intenzione del legislatore comunitario di evitare il rischio di riqualificazione.

¹²⁸ BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale*, cit., 1052.

stesse attività finanziarie e delle obbligazioni garantite debbano essere ispirati al criterio della “ragionevolezza commerciale” (art. 8 del Decreto), con la previsione di sistemi di controllo, sia pure eventuali ed *ex post*; i quali, specialmente nel caso in cui l’oggetto della garanzia sia costituito da strumenti finanziari, sembrano presupporre che il *collateral provider* resti *prima facie* immune da abusi anche per effetto dell’esistenza di mercati da cui provengono univoche indicazioni quanto al valore degli stessi e che garantiscono la trasparente formazione dei prezzi¹²⁹. La negoziabilità degli strumenti finanziari sul mercato dei capitali, infatti, dovrebbe assicurare la determinazione immediata di un prezzo di mercato <<oggettivo>> o ragionevole¹³⁰.

Nelle intenzioni del legislatore, infatti, tali circostanze parrebbero garantire un corretto ed equilibrato rapporto tra l’entità dell’obbligazione finanziaria garantita e il valore delle attività finanziarie alienate: non è un caso che in dottrina sia stato rimarcato come anche la norma che consente al creditore pignoratorio l’appropriazione delle attività finanziarie diverse dal contante preveda un meccanismo di realizzo della garanzia che sembrerebbe presupporre l’esistenza di un patto marciano più che un patto commissorio proprio perché il potere attribuito al creditore pignoratorio incontra il limite dell’obbligazione

¹²⁹ Sui rapporti tra divieto del patto commissorio e mercato concorrenziale, v. CANDIAN ALB., *Appunti dubbiosi*, cit., 179. Anche in ordine all’ambito della categoria degli strumenti finanziari suscettibili di costituire garanzie finanziarie, si è ricordato *supra* come una dottrina abbia osservato che ciò che conta non è tanto l’esistenza di un supporto cartolare, quanto piuttosto l’idoneità degli stessi a soddisfare la nozione di garanzia finanziaria sotto il profilo della liquidità e della pronta realizzazione (ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 201-202; GARDELLA A., *op. cit.*, 185).

¹³⁰ GARDELLA A., *op. cit.*, 200.

garantita e, oltretutto, è controbilanciato dalla necessaria individuazione dei criteri di valutazione del bene oggetto della garanzia¹³¹.

Analogamente alle fattispecie già considerate compatibili con il divieto, nella disciplina sui contratti di garanzia finanziaria la tutela del *collateral provider* viene assicurata dalla previsione dell'obbligazione restitutoria in capo al *collateral taker* la quale rappresenta "l'obbligazione in senso proprio del creditore"¹³².

In tal modo, anche per i contratti di garanzia finanziaria, possono ripetersi le considerazioni svolte in tema di patto commissorio: la valorizzazione del "tratto che hanno in comune tutte le figure che il legislatore o l'interprete pongono al riparo dall'applicazione del divieto" ha fatto constatare che "si tratta di trasferimenti validi perché per essi viene meno la ragione che ha storicamente sorretto il divieto: l'approfittamento a danno del debitore, essendo a tutte immanente, sulla base di una previsione legislativa, o pure in virtù delle soluzioni tradizionalmente elaborate dagli interpreti, l'obbligo del creditore di corrispondere al debitore il differenziale di valore fra bene trasferito e credito garantito. Si tratta però di una regola che, palesata dai cultori del singolo settore, è sempre vissuta ai margini delle trattazioni 'ufficiali' del divieto. Ora, scontato il realismo del dato – che non scopriamo qui – per cui tanto più le prassi operative sono latenti, tanto meglio gli enunciati di principio si impadroniscono

¹³¹ SARDO G., *op. cit.*, 621; *in terminis*, PROSPERETTI L., *Eccesso e riduzione di garanzia nel pegno rotativo di strumenti finanziari*, in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2005, 3, 383-384, nota 66.

¹³² MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 759.

dell'attenzione degli interpreti, varrebbe la pena di riconoscere come il controllo esercitato dal sistema attraverso l'imposizione dell'obbligo al creditore di riversare l'esubero, rappresenti non un limite (settoriale) alla validità di taluni trasferimenti, ma il limite generale proprio all'operatività del divieto”¹³³.

Alla luce di tale guadagno della dottrina a ragione, in riferimento al patto marciano, è stato osservato che “il divieto di arricchimento ingiustificato è dunque la vera *ratio* del divieto del patto commissorio”¹³⁴ con la conseguenza che “il patto commissorio valido è quello stipulato dalle parti *ab initio*, per il quale esistono dei meccanismi idonei ad evitare l'arricchimento ingiustificato del creditore”¹³⁵.

La liceità dei contratti di garanzia finanziaria si spiega allora in quanto, analogamente al patto marciano, mentre nel patto commissorio l'equivalenza tra importo del debito garantito e valore del bene è solo eventuale, nel patto marciano essa assurge a contenuto tipico del contratto andando ad integrare un vero diritto del debitore alla restituzione dell'eccedenza¹³⁶. E' questa l'impostazione chiaramente sottesa alla disciplina delle garanzie finanziarie – ma a ben vedere anche della riforma delle garanzie in Francia - la quale nel complesso sembra essere ispirata a quell'opinione che già da tempo è giunta ad individuare quali elementi costitutivi della fattispecie vietata, tre fattori, costituiti

¹³³ BUSSANI M., *Il problema del patto commissorio*, cit., 267-268.

¹³⁴ FIORENTINI F., *La riforma*, cit., 1198.

¹³⁵ FIORENTINI F., *ibidem*.

¹³⁶ BIANCA C.M., *Il divieto*, cit., 220.

dalla funzione di garanzia della convenzione, dalla riserva della possibilità per il debitore di riottenere il bene pagando il debito e, soprattutto, dalla mancanza del diritto del debitore di ottenere l'eventuale eccedenza di valore del bene¹³⁷.

L'impressione è allora quella che il legislatore attraverso i modelli del patto marciano e del pegno irregolare abbia inteso unificare la disciplina delle garanzie finanziarie all'insegna della comune e unitaria chiave di lettura dell'esecuzione forzata in autotutela (unilaterale e consensuale¹³⁸), anche alla luce della sostanziale identità di disciplina materiale tra le ipotesi di alienazione in funzione di garanzia e di costituzione di garanzie reali.

Del resto i guadagni più recenti alla dottrina sia civilistica che processualistica sono stati quelli di leggere anche la figura contrattuale del pegno irregolare in termini di autotutela, osservandosi che, nell'esaurire *in limine* l'interesse del creditore a percorrere l'itinerario dell'esecuzione forzata - essendo già predisposto con uno strumento contrattuale il momento finale della tutela processuale - "se la realizzazione dell'interesse creditorio, subordinata all'eventualità dell'inadempimento, viene compiuta, nel caso del pegno regolare, rafforzando la posizione del garantito in sede di procedura coattiva, nell'ipotesi del pegno irregolare essa è invece immediatamente

¹³⁷ LUMINOSO A., *Alla ricerca degli arcani confini del patto commissorio*, in *Riv. dir. civ.*, 1990, I, 219 ss.; SASSI A., *Garanzie del credito e tipologie commissorie*, Napoli, 1999, 258.

¹³⁸ La distinzione tra autotutela unilaterale e consensuale si deve a BETTI E., *Autotutela (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 530 ss.; critica la distinzione D'AVANZO W., *Ritenzione (diritto di)*, in *Noviss. Dig. It.*, XVI, Torino, 1969, 170; la distinzione è stata, invece, ripresa da BONGIORNO G., *Profili sistematici*, cit., 741 ss.

raggiunta, consentendogli di ometterne in tutto i passaggi”¹³⁹; “per realizzare il pegno irregolare il creditore non ha bisogno di procedere all’esecuzione forzata del codice di procedura civile, né di chiedere l’assegnazione giudiziale del bene, essendogli stato conferito, dal momento della costituzione della garanzia e per l’ipotesi di inadempimento, il potere di attribuirsi definitivamente le cose oppegnorate; in concreto l’autosoddisfacimento si raggiunge attraverso la compensazione legale tra quanto il creditore pignoratizio deve dare a titolo di restituzione delle cose ricevute in pegno e quanto ha diritto di percepire sino alla concorrenza dei due valori, rimanendo salva l’eventuale differenza da una parte e dall’altra”¹⁴⁰.

Come è stato più in generale chiarito, “nei tipici casi di autotutela esecutoria il creditore consegue il soddisfacimento del suo interesse esercitando un potere nei confronti del debitore inadempiente, e realizzando quindi il contenuto del rapporto obbligatorio, che a tutti gli effetti sarà da considerare adempiuto”¹⁴¹.

¹³⁹ VITTORIA D., *Pegno, II, Pegno irregolare*, in *Enc. giur.* Treccani, Roma, 1991, 3.

¹⁴⁰ BONGIORNO G., *Profili sistematici, cit.*, 774 il quale considera il pegno irregolare come “l’espressione più appariscente del diritto di autosoddisfarsi sul bene oppignorato”.

¹⁴¹ BIANCA C.M., *Autotutela, cit.*, 136, richiamando non tanto l’ipotesi del creditore anticretico che può soddisfare il suo credito appropriandosi dei frutti dell’immobile consegnatogli in garanzia (art. 1960 c.c.) dal momento che l’anticresi non presuppone l’inadempimento, quanto piuttosto il potere degli enti di credito fondiario, e altri analoghi, di percepire le rendite e i frutti dell’immobile ipotecato nel cui possesso siano stati immessi a seguito della mora del mutuatario (art. 41 co. 1 e 2 R.D. 16 luglio 1905, n. 646 - *Testo unico delle leggi sul credito fondiario*), rinviando a BONGIORNO G., *L’autotutela esecutiva*, Milano, 1984, 82.

II

GARANZIE FINANZIARIE E POTERI DI AUTOTUTELA DEL *COLLATERAL* *TAKER*

SOMMARIO: 1. La “rivincita”, in tema di autotutela, della *lex mercatoria* sulle compilazioni ufficiali del XVII secolo e sulla codificazione napoleonica. 2. Necessaria riscrittura della pagina bettiana sull'autotutela consensuale in funzione soddisfattoria. 3. I poteri di autotutela del *collateral taker* sulle attività finanziarie (art. 4): dal controllo necessario *ex ante* al controllo eventuale *ex post*. 3.1. Autotutela unilaterale del *collateral taker* mediante vendita delle attività finanziarie. Rapporti con l'autotutela di diritto comune. 3.2. Autotutela del *collateral taker* mediante appropriazione. Rapporti con l'autotutela di diritto comune. 3.3. L'autotutela del *collateral taker* mediante utilizzo del contante. 4. Il potere di disposizione dell'oggetto della garanzia reale.

1. LA “RIVINCITA”, IN TEMA DI AUTOTUTELA, DELLA *LEX MERCATORIA* SULLE COMPILAZIONI UFFICIALI DEL XVII SECOLO E SULLA CODIFICAZIONE NAPOLEONICA.

Si è osservato all'esito del primo capitolo come l'intera disciplina sui contratti di garanzia finanziaria, sia ad effetti traslativi che costitutivi, possa essere inquadrata, nella prospettiva del *collateral taker*, utilizzando la chiave di lettura unitaria dell'esecuzione in autotutela sia unilaterale che consensuale.

Già in passato chi ha valorizzato la funzione di garanzia del pegno irregolare a discapito della tesi che invece ne individuava la *ratio* nella funzione solutoria, ha chiarito che il meccanismo dell'incameramento è uguale sia nella forma regolare che nella forma irregolare: “quando il debitore non adempie, il creditore può far

espropriare il bene avuto in pegno e incamerare il ricavato della vendita a titolo di soddisfacimento coattivo [...]; esattamente la stessa sorte potrebbe allora ritenersi che tocchi al pegno irregolare, con la sola differenza che non è necessaria la vendita, in quanto il creditore ha sin dall'inizio acquistato la proprietà delle cose”¹⁴².

Rifacendoci alla tassonomia bettiana¹⁴³, con i contratti di garanzia finanziaria il legislatore non si è limitato a potenziare l'autonomia privata¹⁴⁴ attraverso l'attribuzione di maggiori libertà in ordine alla previsione di forme di autotutela consensuale nell'escussione della stessa (“*anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione*”: art. 4 co. 1 del Decreto, in deroga quindi all'art. 53 L. fall.¹⁴⁵); ma ha ampliato le stesse ipotesi di autotutela

¹⁴² REALMONTE F., *Il pegno*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, XIX, Torino, 1997, 649. Anche la dottrina che si è occupata più recentemente del divieto del patto commissorio ha ritenuto che lo stesso “è volto a impedire che le parti predeterminino un meccanismo di pagamento alternativo all'adempimento e fondato su una vicenda traslativa, escludendo la valutazione del rapporto tra valore del bene e ammontare del credito. Quando alla vicenda traslativa si attribuisce una funzione non solutoria, al contrario, non si pone un problema di violazione del divieto del patto commissorio” (CIPRIANI N., *op. cit.*, 142-143).

¹⁴³ BETTI E., *Autotutela*, *cit.*, 530 ss.

¹⁴⁴ Che la disciplina sulle garanzie finanziarie abbia determinato un ampliamento dei poteri di autonomia privata si evince da diverse disposizioni quali ad es. quella relativa al diritto di utilizzo (art. 5, co. 1, Decreto, “conformemente alle pattuizioni in esso [contratto] contenute” [corrispondente all'art. 2, lett. m) e all'art. 5, par. 1, della Direttiva]); quella relativa ai contratti di garanzia finanziaria con trasferimento della proprietà (art. 6, co. 1, “hanno effetto in conformità ai termini in essi stabiliti” [corrispondente all'art. 6, par. 1, della Direttiva]; quello relativo alla clausola di *close-out netting* (art. 7, co. 1, secondo cui “è valida ed ha effetto in conformità con quanto da essa previsto” [corrispondente all'art. 7, par. 1, della Direttiva]. Sulla riluttanza del nostro ordinamento nel riconoscere all'autonomia contrattuale delle parti spazi estesi con riguardo alla stipulazione di garanzie atipiche, v. GROSSI A., *op. cit.*, 250. Secondo ANELLI F., *op. cit.*, 5 “sono le indicazioni provenienti da altri ordinamenti ad evidenziare come l'esercizio dell'autonomia negoziale in tema di garanzie non celi necessariamente un intento abusivo e predatorio del creditore ai danni del debitore o dei creditori concorrenti”.

¹⁴⁵ Un'eccezione al disposto dell'art. 53 L. fall. si rinveniva già nell'art. 8 del D.Lgs., 12 aprile 2001, n. 210 di recepimento della Direttiva *Settlement Finality* come evidenziato da SCIARRONE

unilaterale, che prescindono cioè dall'esercizio dei poteri di autonomia privata¹⁴⁶.

Quanto all'ampliamento dell'autonomia privata è stato rilevato che con la nuova disciplina "il tradizionale principio di ordine pubblico delle cause di prelazione, di cui agli artt. 2740 e 2741 del nostro codice civile, viene definitivamente messo da parte in nome dell'altro principio dell'autonomia contrattuale di cui all'art. 1322, comma 2, c.c., dovendosi peraltro ritenere automaticamente presente la meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti ogni volta che l'autonomia privata intenda perseguire la finalità di garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie"¹⁴⁷.

L'ascendenza delle forme di autotutela introdotte dalla nuova disciplina deve essere individuata direttamente nel modello dell'art. 9 dell'*Uniform Commercial Code*¹⁴⁸, oltre che, a livello di diritto *bottom up*, nei *Master Agreements* ISDA, ISLA, GMSLA, GMRA ed EMA.

L'U.C.C. consente, infatti, di soddisfarsi direttamente sul *security interest* oggetto della garanzia senza dover ottenere un titolo esecutivo e

ALIBRANDI A., *La definitività*, cit., 812 e da BONFATTI S., *Definitività delle operazioni compiute nell'ambito dei sistemi di pagamento e procedure concorsuali*, in *Fall*, 2001, 866 ss.

¹⁴⁶ L'art. 5 della Direttiva prevede che il creditore possa realizzare la garanzia su strumenti finanziari senza necessità di alcun preavviso, di rispetto di qualche termine <<di grazia>>, di approvazione da parte di alcuna autorità pubblica o di assoggettamento ad una qualche procedura pubblica; e che possa realizzare la garanzia su denaro tramite semplice compensazione, di nuovo senza alcun obbligo di preventivo preavviso (GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, cit., 302).

¹⁴⁷ TUCCI G., *La semplificazione del procedimento di costituzione della garanzia: mobilità e requisiti*, Atti del Convegno Paradigma, *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 25-26 novembre 2004; *in terminis*, BONFANTI F., *op. cit.*, 513.

¹⁴⁸ GARDELLA A., *op. cit.*, 199, nota 419.

senza dover passare per una procedura esecutiva di tipo giudiziale¹⁴⁹; tale modello ha costituito un punto di riferimento anche per i progetti diretti all'uniformazione internazionale del diritto delle garanzie mobiliari elaborati dall'*UNIDROIT*¹⁵⁰.

Analogamente all'art. 8 del Decreto, sia il § 9 dell'U.C.C. che l'art. 9, co. 2 dei Progetti di convenzione prevedono che i rimedi debbano essere esercitati in termini di ragionevolezza commerciale. In relazione ad uno dei Progetti si è osservato come in tal modo si fa valere un'esigenza che nel nostro ordinamento viene soddisfatta mediante la valutazione secondo buona fede dell'esercizio dello strumento processuale e che quindi risulta in linea generale con esso pienamente compatibile¹⁵¹.

La sostanziale eguaglianza di disciplina materiale tra le ipotesi di *security financial collateral* e di *title transfer financial collateral*¹⁵², come anticipato, fa sì che - anche in forza del doppio rinvio contenuto nel Decreto dell'art. 6, co. 3 all'art. 5, co. 2, 3 e 4; e dell'art. 5 co. 4 alle modalità di escussione della garanzia equivalente secondo le forme dell'art. 4 del Decreto - la disposizione concernente l'escussione, sebbene dettata dal legislatore con riferimento al pegno, vada coordinata anche con le ipotesi in cui la garanzia finanziaria sia

¹⁴⁹ CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, cit., 151-152. Le forme di autotutela previste in favore della parte garantita sono costituite dalla vendita o dagli altri atti dispositivi del *collateral*, dall'"*acceptance*" del *collateral* in totale o parziale soddisfacimento delle obbligazioni garantite e dalla "*collection*" o dalle altre forme di "*enforcement*" del *collateral*.

¹⁵⁰ VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari*, cit., 168.

¹⁵¹ TUCCI G., *Il progetto preliminare*, cit., 586 richiamando TARUFFO M., *Elementi per una definizione di abuso del processo*, in *Diritto privato*, 1997, III, *L'abuso del diritto*, Padova, 1998, 435 ss.

¹⁵² CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 36.

costituita da contratti di cessione del credito ovvero di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia¹⁵³ come pure alle ipotesi di garanzia reale con attribuzione del diritto di utilizzazione¹⁵⁴, avendo in comune con gli altri contratti di garanzia finanziaria l'implicita regola marciana¹⁵⁵. Anche per le garanzie che non comportano l'alienazione dei diritti, può, infatti, ripetersi quanto osservato in relazione al pegno irregolare e cioè che lo stesso è diretto ad eliminare nel creditore l'interesse ad attivare l'esecuzione forzata soddisfacendo il relativo interesse già in via contrattuale¹⁵⁶.

Fino al recepimento della Direttiva *Collateral* il nostro ordinamento ha considerato del tutto eccezionali le misure di autotutela (pure sporadicamente riconosciute nelle relazioni tra privati) e questo alla luce del disposto dell'art. 2907 c.c.¹⁵⁷, che affida all'autorità giudiziaria ordinaria la tutela giurisdizionale dei diritti

¹⁵³ SARDO G., *op. cit.*, 621, nota 27.

¹⁵⁴ Sul punto, v. TAROLLI R., *op. cit.*, 879 per il quale, salvo a voler ritenere che il legislatore sia incorso in un errore materiale nel gioco dei rimandi normativi, deve convenirsi sul fatto che lo stesso abbia inteso ampliare lo spettro operativo dell'attuale disciplina in materia di pegno irregolare, consentendo alle parti di un "contratto di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia" di optare per ogni forma di escussione contemplata dal Decreto, così contrastando con l'orientamento ormai consolidato nella giurisprudenza italiana in merito al meccanismo di escussione della garanzia fornita nell'ambito di un pegno irregolare. In tal caso, tanto nell'ipotesi di costituzione di garanzia reale con esercizio del potere dispositivo quanto nell'ipotesi di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, i contraenti potrebbero accordarsi, in via alternativa, o per la forma di escussione costituita dal *close-out netting* ovvero in quelle costituite dalla vendita o dall'appropriazione fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita.

¹⁵⁵ Secondo un'opinione la disciplina dell'escussione riguarderebbe soltanto il pegno regolare: GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*; mentre per altra opinione andrebbe sì estesa ma limitatamente ai contratti che prevedono la costituzione di garanzia finanziaria: BONFANTI, *op. cit.*, 514.

¹⁵⁶ VITTORIA D., *op. cit.*, 3.

¹⁵⁷ BIANCA C.M., *Autotutela, cit.*, 131.

unitamente all'art. 101 e 102 Cost.¹⁵⁸, sanzionando penalmente la c.d. “ragion fattasi” (artt. 392 e 393 c.p.).

Sotto tale precipuo punto di vista ed anche in forza all'espreso riferimento alla “prassi internazionale” contenuto nell'art. 8 del Decreto, il recepimento della Direttiva *Collateral*, almeno limitatamente al sistema italiano, può essere letto in un'ottica di “rivincita” della nuova *lex mercatoria*¹⁵⁹ - per una sorta di nemesi storica - sulle compilazioni ufficiali francesi del XVII secolo e sulla codificazione napoleonica in ordine allo specifico punto dei rapporti tra autonomia privata e forme di autotutela del creditore, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Sul carattere eccezionale delle misure di autotutela e sui rapporti della stessa con l'autonomia privata, v. PUCCINI L., *Contributo allo studio dell'accertamento*, Milano, 1958, 3, nota 7, 136 ss., 165 ss. e 270 ss.; BETTI E., *Autotutela*, cit., 529 ss.; BUSNELLI F.D., in *Commentario del codice civile*, VI, t. 4, Torino, 1964, sub art. 2907.

¹⁵⁹ Sull'attuale ruolo della *lex mercatoria* si rinvia, da ultimo, a BUONOCORE V., *Problemi di diritto commerciale europeo*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 7 ss.; più in generale, v. GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001; ID., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; MARRELLA F., *La nuova lex mercatoria – Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, in *Tratt. Galgano*, XXX, Padova, 2003; DE LY F., *Lex mercatoria (new law merchant): Globalization and international self-regulation*, in *Dir. com. int.*, 2000, 555 ss.; ALPA G.-ANDENAS M., *Fondamenti del diritto privato europeo*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica - P. Zatti, Milano, 2005, 571 ss. anche in riferimento all'opera di GOODE R., *Commercial Law in the Next Millennium*, Londra, 1998. Secondo CASTRONOVO C., *Manuale di diritto privato europeo*, cit., 8, la diffusione della *lex mercatoria* quale modalità giuridica della globalizzazione denota la vocazione dell'autonomia privata a trasformarsi da diritto dei privati in diritto privato, tanto più quando trova necessario riscontro in talune parti dei c.d. codici di fattura dottrinale (i PDC, e in particolare per questo aspetto, i Principi Unidroit).

¹⁶⁰ Osserva DE BIASI P., *I contratti standard e il limite dell'ordine pubblico*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 670-671 che “la *lex mercatoria* continua a non esistere per se, ma la pressione generata dalle necessità degli operatori costringe gli Stati sovrani a modificare le loro leggi per venire incontro alle loro necessità [...] L'ordine pubblico, antico strumento della libertà di commercio, si ritira di fronte alle necessità della vita finanziaria e si espande l'interesse collettivo del gruppo, con l'aiuto del legislatore, che procede sulla strada del diversificare le regole tra soggetti diversi (professionisti e occasionali giocatori del mercato) e questo è un altro passo verso la creazione di una *lex mercatoria*, peculiare rispetto all'ordinamento generale”.

Emblematica al riguardo è la vicenda del diritto di ritenzione in materia commerciale nell'esperienza italiana degli statuti municipali e corporativi. Nelle relazioni commerciali dell'epoca statutaria si svilupparono, infatti, forme di autotutela attraverso l'attribuzione al creditore, pur se in termini assai variabili, di un diritto generale di ritenzione con possibilità di soddisfazione diretta sui beni del debitore fallito o anche non fallito. In particolare viene ricordato, ad es., come lo Statuto della Corte della Mercanzia di Firenze (1585) riconosceva a chi detenesse merci del debitore fallito la facoltà di venderle per compensare con il prezzo il credito vantato; gli Statuti civili di Genova (1589), poi, accordavano al creditore un diritto generale di ritenzione e di compensazione sui beni del debitore anche se non fallito¹⁶¹.

Come è stato osservato, il sovrapporsi al diritto statutario del codice Napoleone (ma, a ben vedere, già delle compilazioni ufficiali del XVII secolo), attento alla parità dei creditori del fallito ed incline a reprimere le notevoli situazioni di frode rese possibili dall'estrema ampiezza delle formule statutarie genovesi e fiorentine, determinò la

¹⁶¹ DEZZA E., *Ritenzione (dir. interm.)*, in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, 1372, richiamando lo Statuto della Corte della Mercanzia di Firenze del di 26 marzo 1585, in CANTINI L., *Legislazione toscana*, XI, Firenze, 1804, 132-347, in particolare 325; *Statutorum Civilium Reipublicae Genuensis Libri Sex*, Genova, 1589, IV, XIII <<De compensationibus>>, 114-119, in particolare 115; gli statuti sono riportati pure in VIVANTE C., *Il diritto di ritenzione*, in *Codice di commercio commentato*, Torino, 1914, appendice, VI, 460 ss. e sono richiamati da BARBA A., *Ritenzione (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, 1377-1378. In relazione all'art. 56 L. fall., la dottrina ne ha individuato la *ratio legis* in esigenze di autotutela per cui la compensazione risulta essere "una forma di difesa del creditore" (FERRARA F. jr., *Il fallimento*, Milano, 1974, 237 ss.; FOSCHINI M., *La compensazione nel fallimento*, Napoli, 1965, 33; v. pure FOSCHINI M., *L'autotutela del creditore nelle normative sulle procedure concorsuali*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali in Italia e in Europa. Prospettive di riforma*, Atti del Convegno, Cosenza 21-22 settembre 2001, a cura di G. Ragusa Maggiore e G. Tortorici, Padova, 2002).

scomparsa della facoltà di ritenere per compensare come principio generale¹⁶², salvo a ricomparire nella seconda metà dell'Ottocento la corrente dottrinale vivantiana tesa a rivalutare e trasformare l'istituto della ritenzione attribuendole la funzione di “*garanzia generale e continua*”¹⁶³. Diversa sorte ebbero gli statuti italiani in ambiente tedesco¹⁶⁴.

Guardando più da vicino alla materia oggetto della presente ricerca, è noto, invece, che il concepimento della Direttiva *Collateral* è scaturito da una vicenda esattamente inversa a quella appena considerata e che ha visto l'imporsi prepotente sulle codificazioni di *civil law* della nuova *lex mercatoria* costituita dalle prassi internazionali di ascendenza angloamericana¹⁶⁵. Il XIV *considerando* della Direttiva prevede infatti la valorizzazione delle “*sane pratiche di gestione del rischio*”

¹⁶² BARBA A., *op. cit.*, 1378. La recente riforma francese delle garanzie in occasione del bicentenario della codificazione napoleonica nel nuovo Libro IV sulle garanzie all'art. 2286 c.c. ha codificato il diritto di ritenzione descrivendo le situazioni in cui esso generalmente si produce (sulla riforma si rinvia a FIORENTINI F., *op. cit.*, 1168).

¹⁶³ VIVANTE C., *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, II, Torino, 1893, 230. L'esigenza di una revisione del diritto di ritenzione è stata sentita pure oggi come è dimostrato dal progetto di riforma presentato il 31 marzo 2005 dalla Commissione Grimaldi anche se, per il momento, le relative innovazioni non sono state accolte come riferisce FIORENTINI F., *op. cit.*, 1160.

¹⁶⁴ Ricorda BARBA A., *op. cit.*, 1378 che la tradizione tedesca assimilò le formulazioni statutarie italiane del secolo XIV con l'intensificarsi delle relazioni commerciali nel secolo XVII. La ritenzione coordinata alla compensazione assurse in Germania a principio generale in materia mercantile, successivamente codificato nel 1861 e poi mantenuto nel vigente HGB del 1900 ai § 369-371: viene riconosciuto ad ogni commerciante, che si trovi in relazioni d'affari con altri commercianti, il diritto di soddisfarsi sul prezzo ricavato dalla vendita, attuata secondo le regole del pegno, del bene ritenuto (*Befriedigungsrecht*).

¹⁶⁵ Per alcune interessanti riflessioni sul ruolo della *lex mercatoria*, v. da ultimo, BUONOCORE V., *Problemi*, *cit.*, 7 ss. Nell'ambito dei contratti derivati, sottolineano l'importanza della “standardizzazione” contrattuale come elemento di agevolazione della negoziabilità FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, *cit.*, 141 e CAPRIGLIONE F., *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I, 359.

utilizzate comunemente nei mercati finanziari?” richiamando chiaramente le *best practices* contrattuali internazionali¹⁶⁶.

Rifacendoci alla tassonomia bettiana, nel nostro ordinamento vengono tradizionalmente considerati tipi legalmente disciplinati di autotutela consensuale con prevalente funzione satisfattoria¹⁶⁷, ossia di esecuzione, soltanto la cessione dei beni ai creditori a scopo di liquidazione e l'anticresi: “in siffatte forme l'autonomia privata si esplica fra le parti di un rapporto obbligatorio con una tipica funzione che non è di mera garanzia, ma di autotutela satisfattoria, portando a realizzare la garanzia sui beni del debitore (art. 2740 c.c.) all'infuori della via giudiziaria”¹⁶⁸. Forme non autorizzate di autotutela consensuale satisfattoria sono state, invece, considerate il patto commissorio nell'ipoteca, nel pegno e nell'anticresi il cui divieto, nel più generale quadro dell'inderogabilità delle procedure giudiziali, è stato in particolare individuato nell'esigenza di evitare sopraffazioni ai danni del debitore¹⁶⁹.

¹⁶⁶ Sul ruolo crescente che ha assunto nel campo della regolamentazione finanziaria a livello internazionale la fissazione di *standards* operativi, di *engagements*, di *guidelines*, di *best practices*, di principi ordinatori uniformi per l'esercizio delle funzioni di supervisione creditizia, v. CAPRIGLIONE F., in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. 1, Padova, 2005, 36. Per alcune considerazioni derivanti dalla contemporanea presenza di *rules* e *standards*, v. PERRONE A., in Perrone A. (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 1 ss.

¹⁶⁷ Come già anticipato, critica la distinzione bettiana tra autotutela unilaterale e consensuale D'AVANZO W., *op. cit.*, 170.

¹⁶⁸ BETTI E., *Autotutela*, *cit.*, 536.

¹⁶⁹ BETTI E., *Autotutela*, *cit.*, 532; ID., *Su gli oneri e i limiti dell'autonomia privata in tema di garanzia e modificazione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 699. In relazione all'esecuzione forzata l'art. 2910, co. 1, c.c. prevede che, per conseguire quanto gli è dovuto, il creditore deve espropriare i beni del debitore (anche se gravati da pegno o ipoteca: art. 2911 c.c.) seguendo le regole stabilite dal codice di procedura civile, in tal modo, trasformando i beni dati in garanzia

Orbene, la disciplina delle garanzie finanziarie, va ad ampliare proprio le forme di autotutela non solo unilaterale (vendita e utilizzo del *collateral* nei contratti costitutivi di vincoli reali e autosoddisfacimento sul *collateral* trasferito), ma anche consensuale (appropriazione e *close out-netting*¹⁷⁰), con prevalente funzione soddisfattoria in particolare rimuovendo i tradizionali ostacoli alla loro configurabilità imposti all'autonomia privata¹⁷¹ e così, consentendo alle parti di convenire, oltre alle alienazioni in garanzia, pure l'appropriazione delle attività finanziarie. Per le garanzie reali la previsione è contenuta nell'art. 4 del Decreto il quale attribuisce al creditore di obbligazione finanziaria poteri di autotutela sulle attività finanziarie concesse in garanzia. Gli strumenti di autotutela vengono accordati al creditore garantito “*al verificarsi di un evento determinante l'escussione della garanzia*” il quale, ai sensi dell'art. 1 lett. i) del Decreto, è costituito dall’*“inadempimento o qualsiasi altro evento analogo convenuto fra le parti”*¹⁷². Tale previsione si segnala per aver ammesso che

in denaro e ripartendo tra i creditori il ricavato dell'esecuzione secondo le regole della *par condicio creditorum* di cui all'art. 2741 c.c.

¹⁷⁰ La clausola di *close-out netting* viene infatti ricondotta al *pactum de compensando* di cui all'art. 1252 co. 2 (PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, I, 70 ss.) il quale a sua volta è considerato misura di autotutela soddisfattoria consensuale (BONGIORNO G., *Profili sistematici*, cit., 763-764).

¹⁷¹ Sui rapporti tra autonomia privata e autotutela, v. da ultimo, MACARIO F., *Modificazioni del patrimonio del debitore, poteri di controllo del creditore e autotutela*, in *Studi in onore di Cesare Massimo Bianca*, t. IV, Milano, 2006, 201 ss. anche con riferimento ai contratti di garanzia finanziaria.

¹⁷² Sottolinea DE TOMASI F., *op. cit.*, 436, come rispetto al D.Lgs. n. 210 del 2001, il Decreto abbia ampliato il significato di *default* limitato nella precedente disciplina ai soli casi di apertura di una procedura di insolvenza. Ciò è avvenuto in conformità a quanto disciplinato dai *master agreement*. L'art. 1, lett. i) del Decreto definisce l'evento determinante l'escussione della garanzia: “*l'inadempimento o qualsiasi altro evento analogo convenuto fra le parti il cui verificarsi dà diritto al beneficiario della garanzia, in base al contratto o per effetto di legge, di procedere all'escussione della garanzia finanziaria o di attivare la clausola di <<close-out netting>>*”

l'inadempimento e l'apertura di una procedura concorsuale nei confronti di una parte possa essere dedotta in contratto come condizione risolutiva dei contratti pendenti con essa in ciò derogando all'art. 72 co. 6 L. fall. come modificato dal D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5¹⁷³.

In tali ipotesi, il creditore dell'obbligazione finanziaria (e non solo quello pignoratizio come si evince dalla lettera dell'art. 4, e questo in virtù dei rinvii contenuti nell'art. 5 e nell'art. 6 a tale ultima disposizione) può escutere la garanzia mediante varie modalità di realizzo particolarmente incisive e, segnatamente, la vendita delle attività finanziarie e l'appropriazione delle attività finanziarie diverse dal contante “*fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita*” nonché, l'utilizzo del contante (art. 4).

2. NECESSARIA RISCrittURA DELLA PAGINA BETTIANA SULL'AUTOTUTELA CONSENSUALE IN FUNZIONE Satisfattoria

E' proprio la pagina bettiana sull'autotutela che il Decreto impone di riscrivere.

¹⁷³ Su tale pattuizione, v. DI SABATO F., *L'insolvenza come causa di risoluzione del contratto*, in *Riv. dir. impr.*, 1996, 499; PERRONE A., *op. cit.*, 6, nota 35; DE BIASI P., *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 646, nota 6. Il problema della possibilità di dedurre nella condizione sospensiva o risolutiva l'adempimento o l'inadempimento ha, più in generale, costituito classica problematica civilistica che vede divisa la dottrina e la giurisprudenza a favore (AMADIO G., *La condizione di inadempimento (contributo alla teoria del negozio condizionato)*, Padova, 1996; Cass., 17 gennaio 1978, n. 192; Cass., 24 febbraio 1983, n. 1432) e contro (BIANCA C.M., *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000, 545; Cass., 24 giugno 1993, n. 7007, in *Giur. it.*, 1994, I, 1, 902 con nota di IANNACCONE).

Infatti, dal divieto del patto commissorio e dal suo fondamento individuato nell'inderogabilità delle procedure giudiziali esecutive¹⁷⁴ veniva fatto scaturire “un orientamento ostile all'assoggettamento del debitore a poteri di autotutela soddisfattoria: ciò che si vuole *evitare non è tanto* la possibilità di un *arricchimento ingiusto* che risulterebbe dal patto nella eventuale *sproporzione* fra garanzia e credito (giacché allora basterebbe, ad escludere il divieto, che il creditore si obbligasse al rendiconto, mentre ciò non basta), *quanto piuttosto la stessa possibilità di un autosoddisfacimento da parte del creditore*. La legge, in altri termini, riprova e combatte non tanto il risultato possibile, quanto il modo di perseguirlo: d'autorità, cioè, dell'interessato con sopraffazione di un altro pur consenziente: giacché tale sopraffazione è sempre possibile colà dove non giunga il controllo statale. Ma se tale è la *ratio iuris* del divieto del patto commissorio, par lecito ravvisare in esso, anziché la deroga a un contrario principio di libertà, l'espressione di un orientamento ostile a ogni assoggettamento convenzionale all'autorità esecutiva del creditore”¹⁷⁵.

E' evidente il radicale cambiamento di prospettiva specialmente di fronte alla scelta del legislatore italiano di non avvalersi della clausola di *opt-out* prevista all'art. 4 parr. 2 e 3 della Direttiva in ordine

¹⁷⁴ BETTI E., *Sugli oneri e i limiti dell'autonomia privata*, cit., 699; *contra*, per l'affermazione dell'inesistenza nel nostro ordinamento di un generale principio di inderogabilità della espropriazione forzata giurisdizionale, v. BONGIORNO G., *Profili sistematici*, cit., 786 per il quale l'autonomia privata è libera di foggarsi gli assetti più convenienti con la conseguenza che una tutela diretta del proprio interesse in via extragiudiziaria è configurabile anche al di là di specifiche previsioni legislative, quando una norma non la vieti ovvero la consenta implicitamente.

¹⁷⁵ BETTI E., *Autotutela*, cit., 535.

all'appropriazione del *Collateral* quale modalità di escussione della garanzia¹⁷⁶. Sotto tale profilo pare che le intenzioni del legislatore comunitario fossero quelle di escludere l'applicazione del divieto del patto commissorio ai soli trasferimenti in funzione di garanzia.

E' questa, infatti - e non tanto, come visto, la previsione della legittimità dei trasferimenti della proprietà e la cessione del credito in funzione di garanzia - a rappresentare la novità più appariscente introdotta dalla nuova disciplina e ciò non tanto per il fatto di entrare

¹⁷⁶ Come ci viene ricordato nessuno Stato membro si è avvalso della facoltà di escludere l'appropriazione come forma di escussione: GARDELLA A., *op. cit.*, 199-200, richiamando LÖBER K.-KLIMA E., *The Implementation of Directive 2002/47 on Financial Collateral Arrangements*, in *Journ Int'l Banking Law & Reg.*, 2006, 209; in relazione all'ordinamento olandese, ma con cenni pure a quelli inglesi e tedesco, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 81 spec. 86 ss. Alla luce di tali scelte normative l'art. 2 n. 4 della *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 98/26/CE concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli e la direttiva 2002/47/CE relativa ai contratti di garanzia finanziaria per quanto riguarda i sistemi connessi e i crediti* (in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0213:FIN:IT:PDF>) prevede, a fini di semplificazione, l'abrogazione dell'art. 4, par. 3 della Direttiva *Collateral* in quanto divenuto "obsoleto". La scelta degli Stati membri, almeno per l'ordinamento italiano, è peraltro conforme ai più recenti guadagni della dottrina la quale ha ritenuto che dalla riconosciuta liceità del patto marciano discende dalla circostanza che "il creditore può essere validamente autorizzato ad appropriarsi dei beni del debitore a tacitazione dei suoi crediti e, a maggior ragione, a procedere alla loro liquidazione purché sia previsto l'obbligo di rendicontazione e di restituzione dell'eccedenza" (BIANCA C.M., *Autotutela*, *cit.*, 137). La forma di escussione mediante appropriazione ha costituito una novità per tutti gli Stati membri (LÖBER K.-KLIMA E., *ibidem*): è stato chiarito che nemmeno nella *English Law* esisteva un generale diritto di appropriazione e che la stessa - mediante il recepimento avvenuto attraverso le *Financial Collateral Arrangement (No. 2) Regulations 2003* (SI 2003 No. 3226) - ha costituito un "new remedy" [*Alfa Telecom Turkey Ltd. v. Cukurova Finance International Ltd.*, 23 e 49; *in terminis*, BENJAMIN J.-MAHER F., *op. cit.*, 67 le quali ricordano che "on the default of the collateral giver, the normal recourse of the secured creditor is to exercise a power of sale. An alternative form of recourse, created by FCD, is appropriation. This involves not selling but taking over the asset, by enlarging the interest to outright ownership. There is no general right of appropriation in English law. A mortgagee may have the broadly comparable right of foreclosure, but this requires a court order"]. L'importanza del *new remedy*, per la legge maltese, viene sottolineata pure da PORTANIER C., *Insolvency close-out netting in Malta*, in *Comp. Law.*, 2005, 26 (11), 350. Anche per l'ordinamento olandese e tedesco viene rimarcata l'importanza dell'appropriazione essendo la stessa sanzionata con la nullità dall'art. 3:235 c.c. olandese e § 1229 BGB: KEIJSER T., *op. cit.*, 129; WIBIER R., *op. cit.*, 38.

in rotta di collisione con l'art. 2744 c.c. quanto piuttosto perché, come rilevato, la previsione sembrerebbe sollevare delicati problemi di tutela del debitore e dei terzi¹⁷⁷. L'importanza della previsione è di tutta evidenza se solo si considera che, con speciale riferimento alla disciplina del pegno, gli echi napoleonici continuano ad avvertirsi, in ambito italiano, nonostante non sia più vigente una disposizione come l'art. 1884 del codice civile del 1865 il quale dichiarava “*nullo qualunque patto, il quale autorizza il creditore ad appropriarsi il pegno o a disporne senza le formalità sopra stabilite*” di tipo giurisdizionale.

Tradizionalmente l'appropriazione della cosa oggetto del pegno è stata respinta in quanto, al momento della costituzione, il creditore è generalmente in grado di dettare qualunque condizione contrattuale al debitore e questi rischia allora di vedersi imporre, a garanzia del credito cui aspira, una convenzione commissoria che ha per oggetto un bene la cui stima finisce per essere inevitabilmente molto inferiore al suo valore reale. La violazione di tali regole determinerebbe la nullità per contrarietà all'ordine pubblico¹⁷⁸. Senonché, come viene ricordato, l'evoluzione giurisprudenziale ha fatto sì che le Corti transalpine consentissero alle parti di stipulare validamente un mandato irrevocabile col quale si conferiva al creditore il potere di vendere il bene alla scadenza del debito rimasto inadempito il che, grazie agli obblighi gravanti sul mandatario (di condotta e di rendiconto: artt.

¹⁷⁷ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 213.

¹⁷⁸ BUSSANI M., *Il problema*, cit., 117-118. Sulle ragioni del tradizionale divieto dell'appropriazione, v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 80.

1991-1993, 1996 Code civil), elimina i rischi di approfittamento ai danni del debitore¹⁷⁹.

Come anticipato nel primo capitolo, già anteriormente al recepimento della disciplina sulle garanzie finanziarie, la dottrina ha rivisitato il divieto del patto commissorio individuandone la *ratio* nell'arricchimento ingiustificato attraverso la generalizzazione del meccanismo di funzionamento sotteso al patto marciano, al pegno irregolare, alla cessione del credito con funzione di garanzia e al contratto di riporto. La disciplina delle garanzie finanziarie pare confermare che questa costituisca la vera *ratio* del divieto. Infatti, rimuovendo proprio il divieto della “*stessa possibilità di un autosoddisfacimento da parte del creditore*”, la nuova normativa sposta l'attenzione esclusivamente sul problema dell'”*arricchimento ingiusto*” da vagliare, nello specifico settore delle garanzie finanziarie, alla luce del criterio della ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 del Decreto; inoltre, con la previsione di obblighi informativi successivi all'escussione, la nuova normativa rende altresì bastevole l'attività di rendicontazione accompagnata, ovviamente, dalla restituzione dell'eccedenza.

Nell'ottica della disciplina delle garanzie finanziarie ciò che si vuole evitare è, allora, esclusivamente un arricchimento ingiusto a detrimento del debitore e indirettamente dei terzi, costituito dalla sproporzione fra garanzia e credito, così ammettendosi pertanto

¹⁷⁹ BUSSANI M., *Il problema, cit.*, 122.

l'autosoddisfacimento del *collateral taker* attraverso forme di autotutela unilaterali o consensuali¹⁸⁰.

La necessità della riscrittura della pagina bettiana anche nell'ambito del diritto privato generale ed in una prospettiva europea, oltre che dal diritto secondo dei mercati finanziari va considerata pure alla luce della ricordata abrogazione del divieto del patto commissorio nella recente riforma delle garanzie avvenuta in Francia e di cui si è parlato nel primo capitolo; la quale, se costituirà il modello di riferimento anche per le riforme in altri paesi attenuerà la riproposizione della distinzione tra garanzie civili e garanzie commerciali che la disciplina sul *Collateral*, invece, accentua.

In ogni caso, deve essere comunque ricordato come la “riscrittura” della pagina bettiana era stata in effetti auspicata già da tempo da parte della dottrina processualistica la quale – pervenendo agli stessi risultati di quella civilistica - aveva osservato che proprio l'analisi delle fattispecie del pegno irregolare “dovrebbe fare riflettere chi guarda con sfavore le convenzioni volte ad attribuire al creditore il potere di provvedere da sé alla realizzazione forzata delle obbligazioni civili; si ritenga infatti che il divieto del patto commissorio delimiti il confine di illiceità delle convenzioni preventive <<attinenti a forme private di realizzazione del patrimonio del debitore>>, ovvero che non sia consentita, fuori dei casi espressamente ammessi dalla legge, una

¹⁸⁰ Nel Parere BCE del 13 giugno 2001, *cit.*, viene richiamato l'ingiustificato arricchimento proprio in relazione all'appropriazione del *collateral* chiarendosi che “si potrebbe anche consentire che un beneficiario in caso di escussione faccia propria una garanzia, a condizione che non ne tragga un arricchimento senza causa” (13).

preventiva attribuzione di poteri di diretta difesa stragiudiziale, è quanto mai significativo che nel nostro ordinamento non esiste un generale principio di inderogabilità della espropriazione forzata giurisdizionale e di inammissibilità dell'assoggettamento convenzionale all'autotutela esecutiva del creditore"¹⁸¹. Seguendo tale impostazione in una prospettiva "rimediale" il riferimento costituzionale diventa quello del principio di effettività di cui all'art. 24 con il "ripudio del concettualismo della tradizione continentale e degli antichi steccati tra diritto sostanziale e diritto processuale"¹⁸².

3. I POTERI DI AUTOTUTELA DEL *COLLATERAL TAKER* SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE (ART. 4): DAL CONTROLLO NECESSARIO *EX ANTE* AL CONTROLLO EVENTUALE *EX POST*.

Se si guarda alla storia degli istituti si può agevolmente constatare come, dopo la codificazione napoleonica, il procedimento per la realizzazione coattiva del pegno si sia evoluto nella direzione di un sempre maggiore snellimento delle forme. Ciò si evince dal confronto tra le originarie previsioni del codice civile (art. 1884) e del codice di commercio (artt. 192 e 193) del 1865 rispetto alla previsione del successivo codice di commercio del 1882 il quale, con il nuovo art.

¹⁸¹ BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale*, cit., 1053; ID., *Profili sistematici*, cit., 786. Anche la dottrina civilistica ha avvertito l'esigenza della riscrittura allorquando è stato affermato che i limiti all'autotutela esecutiva sono relativi e non assoluti nel senso di ritenerli esistenti soltanto quando il meccanismo di autotutela esecutiva coesiste con un possibile approfittamento del creditore: CIPRIANI N., *op. cit.*, 135.

¹⁸² MAZZAMUTO S., *La nozione di rimedio*, cit., 588.

458, abolì “alcune disposizioni formalistiche non conformi alla celerità delle operazioni commerciali e alle esigenze del commercio”¹⁸³. Tale ultimo modello poi, nel processo di “commercializzazione del diritto civile”¹⁸⁴, fu prescelto dal legislatore del 1942, in tal modo parificandosi pegno civile e pegno commerciale attraverso l’estensione anche al primo della possibilità di far vendere l’oggetto del pegno senza necessità di un preventivo controllo giudiziale, il quale viene subordinato all’iniziativa del debitore ed eventualmente del costituente cui sia stata notificata l’intimazione ex art. 2797 co. 1 c.c.

Non a caso, le istanze di semplificazione provenivano, ancora una volta, dalla dottrina commercialistica¹⁸⁵ che ne fissava i limiti nella comminatoria della nullità per *elusione* del divieto del patto commissorio¹⁸⁶; e questo, come è stato osservato, probabilmente per il fatto che la nullità dei patti diretti all’appropriazione o alla deroga delle

¹⁸³ FAGGELLA G., *Pegno*, in *Comm. cod. comm.*, Milano, 1924, 126 il quale ricorda come le precedenti disposizioni “erano troppo minute e più ispirate ai principi del codice civile”. Sull’evoluzione normativa, v. MAZZARELLA S., *op. cit.*, 169.

¹⁸⁴ Ricorda, da ultimo, BUONOCORE V., *Problemi, cit.*, 16 che “in alcuni settori disciplinari compresi nel libro delle obbligazioni l’unificazione si ridusse [...] ad un’operazione meramente meccanica, ché la sostanza normativa relativa a molti contratti rimase tal quale era nell’abrogato codice di commercio del 1882, essendosi il legislatore limitato talvolta alla sola soppressione di qualche aggettivo o addirittura al mutamento del solo *nomen iuris* e tal’altra all’apporto di piccole correzioni”.

¹⁸⁵ Calzante sulla specifica vicenda appaiono le considerazioni di GROSSI P., *L’Europa del diritto*, Roma-Bari, 2007, 212 ss., richiamate da BUONOCORE V., *Problemi, cit.*, 34, per il quale “la congiunta attenzione verso la storia degli istituti quale sicuro terreno di verifica di ciò che è effimero e di ciò che è duraturo, e verso la prassi economica quotidiana quale terreno fertile di nascite e mutazioni continue. La storicità del diritto, se è una dimensione poco avvertita dal civilista di stampo pandettistico, tutto immerso nella costruzione di una scienza pura, è invece avvertitissima dal commercialista”.

¹⁸⁶ VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, IV, 1935, 285; BOLCHINI F., *La vendita per autorità del creditore nel diritto commerciale italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1908, I, 455 ss.; FAGGELLA G., *op. cit.*, 134; LORDI L., *Pegno commerciale*, in *Nuovo Digesto Italiano*, IX, Torino, 1939, 670.

formalità previste dall'art. 1884 co. 2 del codice civile del 1865 non era ripetuta nel codice di commercio del 1882 il quale si limitava a sanzionare, appunto, la sola elusione del divieto del patto commissorio¹⁸⁷.

Stesso in seno alla Direttiva vengono prese in considerazione le ragioni del debitore e dei terzi e viene prevista pure la possibilità per gli Stati membri di non eliminare forme di tutela della ragionevolezza commerciale già presenti nei singoli ordinamenti, purché strutturate come controlli *a posteriori*. In tal modo, la disciplina delle garanzie finanziarie pur sbilanciandosi in favore del *collateral taker*, mostra comunque una certa premura per la tutela degli interessi del debitore e dei terzi¹⁸⁸, ed al riguardo non impone la soppressione degli strumenti di tutela già esistenti limitandosi esclusivamente ad eliminare le forme di controllo necessario *ex ante* con salvezza della forme di controllo eventuale *ex post*: l'art. 4, paragrafo 4, della Direttiva dispone infatti che “*le modalità di realizzo della garanzia finanziaria di cui al paragrafo 1, fatti salvi i termini stabiliti nel contratto di garanzia finanziaria con costituzione di garanzia reale, non prescrivono l'obbligo: a) che l'intenzione di procedere al realizzo sia stata preliminarmente comunicata; b) che le condizioni di realizzo siano approvate da un tribunale, un pubblico ufficiale o altra persona; c) che il realizzo avvenga per asta*

¹⁸⁷ TAVORMINA V., *Realizzazione coattiva del pegno e norme bancarie uniformi*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, 188-189, richiamando il pensiero di ASCARELLI T., *Sulla derogabilità delle forme di cui all'art. 363 cod. comm.*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1927, I, 40.

¹⁸⁸ Tale “premura”, oltre che dal XVII *considerando* (su cui v. *infra*), emerge pure dal XIX *considerando* della Direttiva che in relazione al diritto di utilizzazione delle attività finanziarie costituite in garanzia prevede che “*l'utilizzazione non dovrebbe pregiudicare [...] la legislazione nazionale (sul) [...] trattamento sleale dei creditori?*”.

pubblica o in altra forma prescritta; o d) che un periodo supplementare sia trascorso”¹⁸⁹.

L’esigenza di contemperare l’efficienza delle procedure con la tutela del soggetto debitore o datore della garanzia e dei terzi è espressamente proclamata nel XVII *considerando* della Direttiva ove si legge che “*la presente direttiva istituisce procedure di esecuzione rapide e non formalistiche per salvaguardare la stabilità finanziaria e limitare gli effetti di contagio in caso di inadempimento di una delle parti del contratto di garanzia finanziaria. Tuttavia la direttiva concilia tali obiettivi con la protezione del datore della garanzia e dei terzi confermando espressamente la possibilità per gli Stati membri di conservare o introdurre nella loro legislazione nazionale un controllo a posteriori che i tribunali possono esercitare in relazione alla realizzazione o valutazione della garanzia finanziaria e al calcolo delle obbligazioni finanziarie assistite. Siffatto controllo dovrebbe consentire alle autorità giudiziarie di verificare che la realizzazione o la valutazione sia stata effettuata in condizioni commerciali ragionevoli*”. L’espressa previsione della protezione del *collateral provider* consente di annoverare i contratti di garanzia finanziaria nella nuova categoria del “contratto asimmetrico”¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Ricorda KAIJSER T., *op. cit.*, 79 come “one of key issues security law is the valuation of the assets, which are the object of recovery. National laws usually set out rather strict procedures in order to prevent abuse and to guarantee maximum proceeds from such assets. These procedures are designed to protect the collateral provider and, particularly in insolvency situations, the other creditors of the collateral provider. Such procedures may, for example, envisage a prior notice of the intention to enforce a security interest, a prescribed sale in the form of a public sale or a sale subject to approval by a court, and a prohibition to appropriate encumbered assets”. Allo stesso Autore (125 ss. e 280 ss.) si rinvia per l’analisi dell’ordinamento olandese.

¹⁹⁰ ROPPO V., *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. giur.*, 2, 2009, 267 ss. L’Autore registra l’evoluzione delle Direttive comunitarie dalla tendenza a disciplinare esclusivamente i rapporti contrattuali B2C ossia che

In attuazione del XVII *considerando* l'art. 4 (6) della Direttiva stabilisce che il “*presente articolo [cioè l'art. 4 contenente le “semplificazioni” da apportare alle legislazioni nazionali per rendere meno formale l'escussione della garanzia¹⁹¹] e gli articoli 5, 6 e 7 non pregiudicano gli obblighi, stabiliti in virtù delle leggi nazionali, che il realizzzo o la valutazione della garanzia finanziaria e il calcolo delle obbligazioni finanziarie garantite abbiano luogo in condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale”*”.

In relazione a tali enunciati è stato affermato che “il criterio della ragionevolezza commerciale è assolutamente vago, tanto più se si considera che nelle diverse legislazioni nazionali la ragionevolezza di una valutazione risiede nell'adozione di specifiche regole

vedono coinvolti i consumatori a quella che vede sempre più spesso la regolazione dei rapporti contrattuali B2B intercorrenti tra soggetti di mercato non identificabili come consumatori in cui, tuttavia, l'obiettivo è contrastare le asimmetrie informative, gli squilibri del potere negoziale e le altre *market failures* che minacciano la giustizia e l'efficienza delle relazioni fra imprese; e quindi realizzare – all'interno dei rapporti di mercato asimmetrici – la protezione dell'impresa debole contro l'impresa forte. Quale esempio di tale tendenza di regolazione di rapporti che non vedono coinvolti consumatori viene richiamata proprio la Direttiva *Collateral* (269), precisandosi però che qui, l'obiettivo “non è correggere asimmetrie del mercato, offrendo protezione alla parte debole nel rapporto con la controparte più forte”. E' invece, semplicemente, “migliorare la certezza giuridica dei contratti di garanzia finanziaria” (*recital* 5), e in questo modo favorire “l'integrazione dell'efficienza del mercato finanziario..., nonché la stabilità del sistema finanziario dell'Unione europea e pertanto la libera prestazione dei servizi e la libera circolazione dei capitali nel mercato unico dei servizi finanziari (*recital* 3)” (269). Sennonché proprio il XVII *recital* non considerato dall'Autore pare poter individuare anche per la Direttiva *Collateral* l'obiettivo di protezione dell'impresa debole e segnatamente del *collateral provider* esposto ai poteri di autotutela del *collateral taker*. Tale mia osservazione è stata condivisa dal Prof. Roppo in una *e-mail* di risposta del 16 marzo 2009 con la quale l'Autore conviene che, anche nella Direttiva *Collateral*, vi sia “*un filo di filosofia protettiva*”.

¹⁹¹ La necessità di assicurare la rapidità della fase di escussione della garanzia costituisce uno degli obiettivi principali della Direttiva *Collateral* come risulta dalla relazione di accompagnamento alla Proposta della Commissione COM (2002) 168. Non è un caso che, come anticipato nel capitolo I, soltanto gli strumenti finanziari che siano negoziabili possono costituire oggetto di garanzia finanziaria in quanto solo tali strumenti consentono di soddisfare l'interesse del beneficiario alla rapida escutibilità della garanzia finanziaria (ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 201-202).

procedimentali per la determinazione del valore, che è proprio quanto i paragrafi precedenti dell'art. 4 escludono nel modo più netto"¹⁹².

In effetti tale osservazione non può essere condivisa in quanto non sembra che vi sia contrasto tra i due enunciati dal momento che ciò che la Direttiva intendeva salvaguardare erano pur sempre le forme di controllo "a posteriori" (non *ex ante*) già eventualmente esistenti nei singoli ordinamenti.

Peraltro, l'ordinamento italiano, anche in forza dei condizionamenti storici di cui si è detto innanzi, non presenta ipotesi normative di procedure di controllo *ex post* in quanto, ad esclusione dell'esperienza del credito su pegno di cui alla Legge 10 maggio 1938, n. 745 – *Ordinamento dei monti di credito su pegno*¹⁹³ (ove la vendita, pur essendo pubblica, è condotta interamente in deroga all'art. 2797 c.c.), si rinvenivano forme di controllo pur sempre preventive con o senza l'intervento dell'autorità giudiziaria. Infatti, anche laddove vengano riconosciute al creditore forme di autotutela nell'escussione delle garanzie, queste restano comunque assoggettate ad una forma di controllo *ex ante*, il quale risulta rischioso e chiaramente incompatibile

¹⁹² GUCCIONE A.V., *Struttura e regolamentazione*, cit., 221-222; per la considerazione secondo cui l'espressione è stata "infelicemente mutuata" dalla contrattualistica anglosassone, v. GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 40.

¹⁹³ La legge è stata attuata con R.D. 25 maggio 1939, n. 1279 – *Attuazione della Legge 10 maggio 1938, n. 745 sull'ordinamento dei monti di credito su pegno* il quale, unitamente alle norme dell'ente, disciplina pure le aste nelle quali il pegno viene offerto in vendita (MAZZARELLA S., *Prestito su pegno*, in *Noviss. Dig. It.*, app. vol. V, Torino, 1988, 1173; BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale*, cit., 1057). Sul credito su pegno, v. pure FALCONE G., *Credito su pegno*, in *Dig. disc. priv., sez. commerciale*, *Agg.*, 2, Torino, 2007, 308 ss.; GATTI S., *Il credito su pegno*, Milano, 1997. Per la recente crescita del credito su pegno di opere d'arte, v. gli articoli apparsi su *Il Sole 24 Ore* citati al cap. I, nota 35.

con la finalità di aumentare la liquidità dei mercati sottesa alla Direttiva *Collateral*.

In effetti anche l'U.C.C. e i Progetti preliminari UNIDROIT escludono forme di controllo *ex ante* nell'esercizio dei poteri di *self-help* ad opera del creditore. Infatti, l'avviso non risulta necessario per il caso in cui il *Collateral* sia deteriorabile o possa subire rapidamente un abbassamento di prezzo oppure sia di un tipo solitamente venduto in un mercato riconosciuto: nell'ipotesi di deterioramento o di rapida svalutazione l'avviso di cessione costituirebbe, presumibilmente, un intralcio al conseguimento del massimo valore del *Collateral*; in presenza di un mercato riconosciuto, inoltre, è questo a stabilire il prezzo di vendita e pertanto il controllo del debitore non appare necessario¹⁹⁴.

Come è stato osservato, in tutte le fattispecie di garanzia finanziaria il fattore "tempo" gioca un ruolo fondamentale ed è stato l'ispiratore delle misure semplificatrici volte a velocizzare l'esercizio della prelazione in attuazione delle previsioni contrattuali: non sono pertanto compatibili con le esigenze poste a fondamento della normativa forme di realizzazione della garanzia attraverso l'approvazione del giudice o la vendita mediante asta pubblica¹⁹⁵.

¹⁹⁴ Per le altre ipotesi, invece, è previsto che i poteri di autotutela del creditore possano essere esercitati previa comunicazione scritta agli interessati dell'intento di vendere o di dare in godimento il *collateral* [(art. 9 (2) e (3)): VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari*, cit., 282 la quale, per il Progetto, ricorda pure come l'effetto di tali disposizioni così liberali è tuttavia drasticamente limitato dal fatto che ciascuno Stato contraente potrà dichiarare, tra l'altro, che sul proprio territorio è imposto il ricorso all'autorità giudiziaria.

¹⁹⁵ GARDELLA A., *op. cit.*, 199.

Orbene, anche la disciplina di diritto comune conosce ipotesi di autotutela del creditore sia pure secondo forme meno “liberali” ispirate alla protezione del debitore e dei terzi mediante strumenti di controllo da parte dell'autorità da utilizzare *ex ante*. Ciò non solo nell'ordinamento italiano ma anche in quello tedesco (BGB, §§ 1233-1240), olandese (artt. 3:249-251), greco (art. 1237) e francese (art. 2078)¹⁹⁶.

Quanto all'ordinamento italiano, ci si riferisce in particolare alla materia della garanzia pignorizia, ove è prevista per il creditore la possibilità di scegliere in alternativa all'esecuzione forzata ordinaria (art. 502 c.p.c.) quella in via di autotutela la quale costituisce una “forma più snella per assicurare la realizzazione del credito rimasto insoddisfatto, indipendentemente dal ricorso all'autorità giudiziaria ordinaria, e quindi per agire con maggior celerità al fine di consentire al creditore l'esecuzione forzata anche in assenza di titolo esecutivo e quindi anche del pignoramento”¹⁹⁷.

Prescindendo dall'ipotesi prevista nell'art. 2795 c.c. pure ritenuta applicabile al pegno di titoli dematerializzati¹⁹⁸, occorre

¹⁹⁶ In Francia, nel 1863 è stato inserito nel codice di commercio il pegno commerciale che nasce cioè da un atto di commercio la cui disciplina risulta semplificata nella fase di realizzazione che tuttavia non prescinde completamente dal controllo del tribunale (FIORENTINI F., *op. cit.*, 1163-1164, la quale ricorda pure come la giurisprudenza abbia riconosciuto al creditore garantito da pegno commerciale il diritto di chiedere l'attribuzione giudiziale del bene oggetto di garanzia: Cass., 28 maggio 1996, in *Bull.*, IV, 144). Per un'analisi degli ordinamenti olandese e tedesco, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 97 ss. e 115 ss.

¹⁹⁷ GABRIELLI E., *I diritti reali*, 5, *Il pegno*, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, Torino, 2005, 305.

¹⁹⁸ Si ritiene comunque che la disposizione di cui all'art. 2795 c.c. che consente la vendita anticipata dell'oggetto del pegno “se la cosa si deteriora in modo da far ritenere che essa divenga insufficiente alla sicurezza del creditore”, “con le opportune trasposizioni all'ipotesi dei

prendere in considerazione i poteri di autotutela del *collateral taker* in relazione agli artt. 2796, 2797 e 2798 c.c.¹⁹⁹ in tema di pegno regolare la cui applicazione anche al pegno su titoli dematerializzati risulta essere pacifica²⁰⁰, “pur essendo tali disposizioni destinate inevitabilmente a subire adattamenti in ragione delle peculiarità del sistema”²⁰¹. Segnatamente, le peculiarità che presenta la fattispecie sono date dal fatto che la realizzazione della garanzia mediante vendita (art. 2796 e 2797) dovrà pur sempre avvenire per il tramite di un intermediario con conseguente superfluità ed inapplicabilità delle procedure consuete di vendita giudiziaria); l’assegnazione in pagamento, è ritenuta la naturale scelta del creditore²⁰²; la vendita o l’assegnazione non comportano l’uscita dal sistema degli strumenti (neppure ammissibile per quelli

titoli negoziati sui mercati regolamentati, potrebbe essere uno strumento di salvaguardia del creditore in particolari momenti di oscillazione dei prezzi di mercato, nei quali il valore degli strumenti oggetto della garanzia sia stato significativamente intaccato e paia destinato a peggiorare” (CALLEGARI M., *Il pegno su titoli dematerializzati*, Milano, 2004, 221). Per l’operatività dell’art. 2797 c.c. in relazione all’uso di borsa “garanzia semplice e a mantenersi”, v. già COLTRO CAMPI C., *Gli usi, cit.*, 416; ID., *Appunti sulla posizione dell’agente di cambio rispetto ai titoli o al denaro ricevuto in connessione alla sua attività di intermediario di borsa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1964, 417; sulla “garanzia a mantenersi” e le modalità di costituzione, v. pure JAEGER P.G.-SAVI G.P., *Appunti in tema di pegno e privilegio del commissionario di borsa su azioni del committente*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 528.

¹⁹⁹ Per il creditore pignoratizio anche il codice di rito all’art. 502 prevede, in alternativa alle forme di autotutela del codice civile, forme semplificate di esecuzione mediante l’assegnazione o la vendita non precedute dal pignoramento. Pure la dottrina processualistica considera quelli previsti dal codice civile come procedimenti soddisfatti in autotutela: ANDRIOLI V., *Commento al codice di procedura civile*, III, Napoli, 1957, 106; BALBI C., *Autotutela del creditore pignoratizio e concorso dei creditori*, in *Studi in onore di Crisanto Mandrioli*, II, Milano, 1995, 623; BONGIORNO G., *L’autotutela esecutiva, cit.*, 129 ss.; SATTA S., *Commentario al codice di procedura civile*, III, Milano, 1959-1965, 176; ZANZUCCHI M.T., *Diritto processuale civile*, III, Milano, 1964, 77.

²⁰⁰ CALLEGARI M., *op. cit.*, 221.

²⁰¹ BRIOLINI F., *I vincoli sui titoli di credito*, Torino, 2002, 326, nota 313.

²⁰² CALLEGARI M., *op. cit.*, 220 che richiama l’opinione contraria di CARDARELLI M.C., *L’azione dematerializzata*, Milano, 2001, 170 ss. per la quale il pegno si sostanzia sul valore degli strumenti.

quotati in borsa o negoziati sui mercati regolamentati), ma si traducono in trasferimenti all'interno dell'ambiente dematerializzato mediante un'operazione di giroconto in favore dell'acquirente (e l'attribuzione del prezzo al creditore pignoratizio) ove si opti per la vendita, ovvero direttamente al beneficiario della garanzia, con apertura di conto a suo nome ed iscrizione dei titoli nel medesimo, ove si opti per l'assegnazione²⁰³.

La *ratio* del regime agevolato previsto non solo dagli artt. 2796, 2797 e 2798 c.c. ma anche dall'art. 502 c.p.c. viene rinvenuta nel particolare vincolo di garanzia imposto sul bene che, per alcuni profili, consente ai sensi dell'art. 2741 c.c. anche il superamento del principio della *par condicio creditorum*²⁰⁴.

Secondo un parte della dottrina processualistica la soddisfazione in autotutela altro non sarebbe che la proiezione sul piano esecutivo del negozio sostanziale concluso tra debitore e creditore circa le modalità di garanzia del credito: la sua esecuzione avviene, pertanto, totalmente nell'ambito di questa autonomia negoziale, con possibilità per il creditore pignoratizio di procedere alla vendita pur se non in possesso del titolo esecutivo²⁰⁵.

La considerazione può essere estesa anche alle forme di autotutela introdotte dalla disciplina sulle garanzie finanziarie e questo pure alla luce della “contrattualizzazione” delle garanzie che

²⁰³ CALLEGARI M., *op. cit.*, 220-221.

²⁰⁴ BUCOLO F., *Il processo esecutivo ordinario*, Padova, 1994, 336.

²⁰⁵ BALBI C., *op. cit.*, 626.

caratterizza la normativa in esame. Tale esito, inoltre, pare confermato dalla stessa più recente dottrina in tema di pegno irregolare la quale, come anticipato, ne ha ravvisato la funzione nella predisposizione del risultato finale dell'esecuzione forzata²⁰⁶.

La nuova normativa non si concentra sulla “garanzia finanziaria” ma piuttosto sui “contratti di garanzia finanziaria” la cui fase di esecuzione si caratterizza per i citati poteri di autotutela in favore del *collateral taker* con la conseguenza che pure l'esercizio di tali poteri non può che informarsi all'art. 1375 c.c. relativo alla buona fede *in executivis* nella cui cornice si inquadra la ragionevolezza commerciale. In particolare, come si vedrà nel III capitolo, sembra rilevare la buona fede integrativa *sub specie* degli obblighi di protezione.

3.1. AUTOTUTELA UNILATERALE DEL *COLLATERAL TAKER* MEDIANTE VENDITA DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE. RAPPORTI CON L'AUTOTUTELA DI DIRITTO COMUNE

La disciplina prevista dal decreto in tema di vendita delle attività finanziarie da parte del *collateral taker* si inquadra nel processo evolutivo che l'autotutela in materia di pegno ha avuto nel corso del tempo, la quale si è caratterizzata, come anticipato, da un sempre maggiore snellimento delle forme che, tuttavia, fino al varo della normativa sulle garanzie finanziarie non avevano subito ulteriori

²⁰⁶ VITTORIA D., *op. cit.*, 3.

evoluzioni nella direzione della semplificazione attraverso forme di controllo *ex post*.

Come è noto, per il conseguimento di quanto gli è dovuto, l'ordinamento consente al creditore di far vendere la cosa ricevuta in pegno (artt. 2796 e 2797 c.c.), anche in caso di fallimento (art. 53 L. fall.)²⁰⁷, e incassare il ricavato con preferenza rispetto agli altri creditori.

Innovando rispetto alla disciplina previgente, già il codice del 1942 non ha più richiesto, per la vendita, l'autorizzazione del giudice, in tal modo parificando il pegno civile (art. 1884 cod. civ. 1865) al pegno commerciale (art. 458 cod. comm. 1882)²⁰⁸; tuttavia, nell'ottica di garantire forme di controllo *ex ante*, da un lato, è prevista la formalità consistente nell'intimazione di pagamento diretta al debitore con l'avvertimento che in mancanza si procederà alla vendita²⁰⁹ la quale può essere effettuata all'incanto o, trattandosi di cose aventi un prezzo di mercato, a mezzo di persona autorizzata alle operazioni di vendita (art. 2797 co. 2 c.c.; art. 83 disp. att. c.c.; analogamente, v. art. 1796 c.c.); dall'altro, di fatto, l'innovazione sembra aver spostato la subordinazione dell'esperimento della procedura di vendita

²⁰⁷ V. *supra*, nota 145.

²⁰⁸ Analoga previsione è contenuta al § 1235 (1) BGB. Meno evoluta è invece la soluzione seguita nell'ordinamento olandese che ancora prevede l'intervento dell'autorità giudiziaria [art. 3:251 (2) c.c.]: KEIJSER T., *op. cit.*, 127.

²⁰⁹ Si ritiene che l'intimazione abbia una funzione analoga a quella dell'atto di precetto: BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale, cit.*, 1040. Già in GORLA G. – ZANELLI P., *Del pegno. Delle ipoteche*, Art. 2784-2899, in *Commentario al codice civile* A. Scialoja – G. Branca, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1992, 109 viene osservato che “queste forme infatti costituiscono una garanzia minima pel debitore o pel terzo datore, avente la stessa funzione del precetto e del relativo termine dilatorio (che pure sono irrinunciabili), anzi una funzione più importante sia per la maggiore rapidità della vendita del pegno, sia perché per la vendita del pegno il titolo esecutivo viene surrogato dal decorso del termine dilatorio senza opposizione”.

dall'autorizzazione del giudice al consenso del debitore, così frustrando la particolare forma di autotutela. Infatti, a seguito dell'intimazione, il debitore può proporre opposizione nei cinque giorni successivi all'intimazione e questa sospende *ipso iure* la procedura di vendita: in tal modo, come osservato, "la possibilità di bloccare *sine die* tale vendita facendo semplicemente opposizione fa sì che alla vendita senza incanto si possa procedere solo con il consenso del debitore"²¹⁰. Qualora tempestivamente proposta, l'opposizione sospende l'esecuzione per consentire al giudice di accertare l'esistenza del diritto sostanziale e del potere processuale del creditore pignoratorio, senza che nel frattempo si dia luogo alla vendita coatta: soltanto dopo il passaggio in giudicato della sentenza che, concludendo il processo ordinario di cognizione, dichiara legittima l'esecuzione intrapresa dal creditore pignoratorio, questi, per iniziativa ed autorità propria potrà finalmente far vendere la cosa costituita in pegno²¹¹. Ne consegue allora che, per il potere di opposizione e sospensione attribuito al debitore, nonostante non siano mancate interpretazioni liberali della norma (ad es., escludendo che l'intimazione debba avvenire necessariamente a mezzo ufficiale giudiziario²¹²; ritenendo sufficiente una diffida in luogo dell'intimazione²¹³; ammettendo la deroga *in minus* dei termini di

²¹⁰ CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, cit., 329.

²¹¹ BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale*, cit., 1040.

²¹² Cass., 5 febbraio 1977, n. 496, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 168 ss., con nota di S. MAZZARELLA, *Sulla derogabilità dell'art. 2797 cod. civ.*

²¹³ Cass., 13 giugno 1956, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, II, 3 ss., con nota di MOLLE G., *In tema di vendita del pegno nell'apertura di credito garantita da titoli di credito.*

opposizione²¹⁴, ecc.²¹⁵), l'immediatezza e rapidità del rimedio di autotutela previsto dal legislatore risultano del tutto instabili e precarie.

Il collegamento, in materia di contratti di garanzia finanziaria, tra la deroga al divieto del patto commissorio e le modalità di escussione introdotte dalla nuova normativa si appalesa se solo si considera il dibattito formatosi intorno all'interpretazione dell'art. 2797 ult. co. c.c. il quale consente al creditore pignoratorio di convenire con il debitore – o con il terzo costituente – “*forme diverse*” per la vendita della cosa data in pegno²¹⁶. In particolare il dibattito verte sulla portata della derogabilità e vede contrapposta la dottrina sia per ragioni di diritto sostanziale (legate all'operatività del divieto del patto commissorio, appunto) che per ragioni di diritto processuale (legate all'inderogabilità delle disposizioni in tema di esecuzione forzata

²¹⁴ RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, Torino, 1956, 270. Secondo la giurisprudenza scaduto il termine entro il quale l'obbligazione del cliente deve essere adempiuta (ai sensi dell'art. 1184 c.c.) è legittima la richiesta di pagamento immediato da parte del creditore pignoratorio (anziché entro il termine minimo prescritto dall'art. 2797 co. 2 per l'opposizione) non potendo, solo, detto creditore, provvedere alla vendita coatta del pegno se non decorso il termine entro il quale il debitore può proporre impugnazione (App. Milano, 23 maggio 1967, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1967, II, 556).

²¹⁵ Sul realizzo delle garanzie pignoratorie è da segnalare l'importante decisione della Suprema Corte a Sezioni Unite che ha ritenuto valida la vendita di titoli dati in pegno - per quanto non preceduta da diffida ad adempiere notificata a mezzo ufficiale giudiziario, né dal decorso del termine di cinque giorni previsto per le eventuali impugnazioni - stante il ritenuto carattere dispositivo del c. 1 e 2 dell'art. 2797 c.c. quanto alla precisazione di tali adempimenti, di fronte ad un accordo contrattuale che consenta al creditore pignoratorio (nella specie si trattava tuttavia di una banca le cui condizioni generali di contratto erano state in punto espressamente approvate per iscritto dal datore del pegno) un preavviso più breve (nella specie, di un solo giorno) comunque pervenuto all'interessato: decisione da considerare alla luce dell'uso di borsa che regola anche le modalità per il realizzo delle garanzie (Cass., S.U., 15 aprile 1976, n. 1333, in *Foro it.*, 1976, I, 1501 e in *Dir. fall.*, 1976, II, 658).

²¹⁶ Omologa previsione è contenuta al § 1235 BGB e all'art. 3:251 (2) del c.c. olandese purché tuttavia l'accordo intervenga successivamente all'inadempimento: KEIJSER T., *op. cit.*, 128-129. Il § 1246 BGB prevede poi che se una parte non accetta la proposta di vendita con modalità alternative la decisione è rimessa ad una corte.

processuale cui viene assimilata la vendita di cui all'art. 2797); motivi che, tuttavia, vengono entrambi definiti "ideologici"²¹⁷ e che nell'ordinamento tedesco ed olandese non hanno dato luogo a discussione, probabilmente, per il fatto che la possibilità di derogare alla disciplina legale è prevista solo dopo l'inadempimento allorché il debitore non si trova in una situazione di dipendenza e può far valere in maniera appropriata i propri interessi e quelli degli altri creditori. Secondo la maggioranza degli interpreti la locuzione non può che essere intesa come possibilità di stabilire forme di vendita in cui si faccia a meno dell'intervento di pubblici ufficiali²¹⁸ e in cui il creditore proceda direttamente alla vendita²¹⁹.

E' discusso, invece, se le deroghe pattizie possano concernere anche le forme del procedimento, cioè l'intimazione formale e i relativi termini²²⁰. Anche se il fenomeno della commercializzazione del diritto

²¹⁷ MAZZARELLA S., *Sulla derogabilità*, cit., 174-175.

²¹⁸ GORLA G. – ZANELLI P., *op. cit.*, 133 ss. cui si rinvia. In particolare si osserva che "le forme di realizzazione del pegno previste dall'art. 2797 comma 2 c.c. sono il pubblico incanto e la vendita a prezzo corrente a mezzo di persona autorizzata a tali atti, quando la cosa abbia un prezzo di mercato". Di fronte a questa previsione legislativa, la successiva disposizione ha senso solo se interpretata come possibilità di escludere l'intervento di pubblici ufficiali, nel senso che la vendita sia affidata ad un privato: "[Q]uesta interpretazione può trovare conforto anche dalla considerazione che quando si tratti di cose di modico valore il necessario intervento di un pubblico ufficiale, con la conseguenza di maggiori spese, potrebbe non essere conveniente per nessuna delle parti" (BIANCA C.M., *Il divieto*, cit., 194).

²¹⁹ REALMONTE F., *Pegno*, I) *In generale*, in *Enc. giur. Treccani*, XXII, Roma, 1990, 11. Secondo BIANCA C.M., *Autotutela*, cit., 136, "più in generale le parti possono attribuire in via preventiva al creditore il potere di liquidare i beni del debitore al fine di soddisfare il credito mediante il ricavato"; in senso contrario, BETTI E., *Sugli oneri e i limiti dell'autonomia privata*, cit., 699 per il quale sarebbe illecito "un assoggettamento convenzionale del debitore a un potere di autotutela e di autosoddisfacimento del creditore".

²²⁰ Per la soluzione negativa, con affermazione della nullità delle NUB in tema di apertura di credito e di anticipazione assistite da garanzia pignoratizia, TAVORMINA V., *op. cit.*, 189 per il quale la deroga pattizia limitata alle "forme" della vendita di cui all'art. 2797 ult. co. va interpretata in senso rigoroso; l'Autore a tal fine richiama pure l'opinione che considera il

civile riguardò, come visto, pure il pegno, la diversa espressione utilizzata nell'art. 2797 ult. co. – il quale prevede che “*le parti possono convenire forme diverse*” - rispetto all'art. 458 cod. comm. del 1882 – il quale, invece, pur richiamando l'art. 363 dettato per il mandato commerciale, consentiva in ogni caso “*patti speciali per un modo diverso di vendita*” col solo limite dell'elusione del divieto del patto commissorio²²¹ – ha determinato lo svilupparsi di orientamenti contrari al riconoscimento in favore dell'autonomia privata di quegli ampi poteri dispositivi che nel vigore del codice di commercio avevano considerato derogabili le previsioni della diffida al pagamento e del potere di opposizione del debitore²²².

Per quanto le interpretazioni dell'art. 2797 ult. co. possano essere liberali e le forme della vendita semplificate resta il fatto che il meccanismo di protezione del debitore o del terzo datore resta inderogabilmente costruito mediante una forma di controllo necessario *ex ante*: in particolare si ritiene che il creditore non possa in ogni caso

procedimento di realizzazione coattiva del pegno disciplinato dagli artt. 2796 ss. c.c. come un procedimento di esecuzione forzata ai sensi degli artt. 474 ss. c.p.c. la quale impone di ritenere che non siano ammissibili modificazioni dello stesso tramite atti di autonomia privata; in senso contrario, in dottrina, MAZZARELLA S., *Sulla derogabilità*, cit., 172 ss. per il quale sono derogabili pure delle modalità dell'intimazione e dei termini.

²²¹ VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, cit., 325.

²²² Cass., 12 settembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, 94 ss. con nota adesiva di A. ASQUINI, *Sulla derogabilità delle forme previste dall'art. 363 cod. comm.*; Cass., 20 maggio 1938, n. 1756, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1939, II, 4 ss., con nota adesiva di BREGLIA M., *La vendita di titoli per autorità del creditore pignoratizio, con esonero delle formalità legali*; Cass., 28 giugno 1946, n. 759, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Pegno*, n. 2; App. Trani, 20 maggio 1907, in *Foro it.*, 1908, 189 ss., con nota adesiva di V. ANGELONI; App. Milano, 26 gennaio 1937, in *Rep. Foro it.*, 1937, voce *Pegno*, n. 14-15. La dottrina più cautamente riteneva che non potesse prescindere da una diffida anche se non nella forma prescritta dall'art. 363 (VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, cit., 352; FAGELLA G., *op. cit.*, 134; LORDI L., *op. cit.*, 667 e 670).

prescindere dalle formalità essenziali che precedono la vendita, come l'intimazione, il termine dilatorio per il pagamento e la facoltà di proporre opposizione con effetto sospensivo. Ciò viene giustificato in ragione del fatto che, trattandosi di strumenti diretti ad assicurare una forma di controllo sulla regolarità di una esecuzione stragiudiziale che si svolge senza l'autorizzazione del giudice, qualsiasi patto diretto a sottrarre o vanificare tali garanzie deve ritenersi nullo²²³.

Tali tradizionali obiezioni appaiono tuttavia superabili sia alla luce della rilettura del divieto del patto commissorio sia in forza delle opinioni della dottrina processualistica in tema di autotutela. Inoltre, le stesse sembrano smentite dalla stessa disciplina dei contratti di garanzia finanziaria la quale, come diritto "secondo", potrebbe unitamente alla rilettura del divieto del patto commissorio avutasi nel diritto privato "generale" influenzare un'interpretazione più liberale dello stesso art. 2797 ult. co. fino a consentire di convenire forme di vendita che prescindano dalla preventiva intimazione purché, beninteso, siano conformi al modello del patto marciano²²⁴.

La persistente questione della portata della derogabilità di cui all'art. 2797 ult. co. rende pertanto rilevanti le novità introdotte dalla disciplina dei contratti di garanzia finanziaria in ordine alle modalità di

²²³ BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale*, cit., 1042.

²²⁴ Ritiene che tra le forme diverse per la vendita che le parti possono convenire rientri pure la "trattativa privata", CALLEGARI M., *op. cit.*, 219 richiamando, con riferimento al pegno di quote di fondi comuni e di gestioni patrimoniali, l'opinione di LENER R., *Il pegno di quote di fondi comuni e di gestioni patrimoniali*, Relazione al convegno *Il pegno di titoli "dematerializzati": i problemi sorti dopo la sentenza n. 7859 del 27 agosto 1996 della Corte Suprema di Cassazione*, Milano, 11 dicembre 1996.

escussione del pegno²²⁵. Emerge, infatti, la maggiore efficienza del modello introdotto il quale svincola il realizzo da qualsiasi coinvolgimento necessario o eventuale *ex ante* del debitore.

3.2. AUTOTUTELA DEL COLLATERAL TAKER MEDIANTE APPROPRIAZIONE. RAPPORTI CON L'AUTOTUTELA DI DIRITTO COMUNE.

La forma di autotutela dell'appropriazione di cui all'art. 4 co. 1 lett. b) del Decreto ha già formato oggetto di analisi, relativamente all'*English law*, in *Alfa Telecom Turkey Ltd v. Cukurova Finance International Ltd* citata nell'Introduzione²²⁶: essa è condizionata all'esplicita previsione delle parti e presuppone che queste si siano accordate sulla valutazione degli strumenti finanziari. L'importanza di tale rimedio viene individuata soprattutto in relazione ai mercati non liquidi²²⁷.

Può al riguardo sostenersi che l'appropriazione debba essere frutto di un vero e proprio patto marciano²²⁸, essendo palese il potenziale contrasto con il divieto del patto commissorio dal momento

²²⁵ ROBLES M., *I nuovi contratti di garanzia finanziaria*, in Master per Giuristi d'impresa "L'evoluzione imprenditoriale del factoring" – Facoltà di Giurisprudenza – Bari, 16-23 marzo 2007, 11, in <http://privato.lex.uniba.it/masterGI/docs/Robles/Collateral.rtf>; BONFANTI F., *op. cit.*, 515.

²²⁶ Il caso, in cui il *collateral* era costituito da azioni di una società non quotata, affronta la questione se, in base alla legge inglese, il *collateral taker* si possa appropriare delle azioni mediante il semplice invio di una lettera e senza che gli sia stato trasferito l'*equitable title*. Sul caso v. pure l'Introduzione, note 12, 13 e 14.

²²⁷ BENJAMIN J. – MAHER F., *op. cit.*, 67-68. Per l'approfondimento di tale profilo si rinvia al capitolo III.

²²⁸ Per la riconosciuta liceità di un patto marciano avente ad oggetto l'appropriazione dei beni del debitore a tacitazione dei suoi crediti, v. BIANCA C.M., *Autotutela, cit.*, 137.

che è consentito al creditore garantito di appropriarsi della *res* proprio nel momento in cui si verifica un evento di *default* ed in primo luogo l'inadempimento.

I rischi che presenta la clausola che permette al creditore insoddisfatto di appropriarsi del bene oggetto del pegno già sono stati considerati innanzi. Quelle considerazioni sembrano potersi applicare anche al fine di verificare se le condizioni di realizzo e i criteri di valutazione delle attività finanziarie nonché i criteri di valutazione delle obbligazioni garantite siano ragionevoli sotto il profilo commerciale ai sensi dell'art. 8 del Decreto.

La modalità di autotutela mediante appropriazione richiama altre forme di autotutela già previste nel nostro ordinamento e che comportano un analogo potere di appropriazione da parte del creditore pignoratizio, pur in mancanza di un titolo esecutivo. Innanzitutto, l'art. 2791 c.c. prevede che se è data in pegno una cosa fruttifera, il creditore salvo patto contrario, ha la facoltà di fare suoi i frutti, imputandoli prima alle spese e agli interessi e infine al capitale; secondo l'art. 2802 c.c., poi, il creditore pignoratizio in caso di pegno di crediti è tenuto a riscuotere gli interessi del credito o le prestazioni periodiche, imputandone l'ammontare prima alle spese e agli interessi e poi al capitale. Peraltro, la prevalente opinione ritiene che anche la facoltà del creditore pignoratizio di fare suoi i frutti debba essere esercitata in conformità a quanto previsto dagli artt. 2797 e 2798 c.c. relativi alla vendita, senza che, tuttavia, sia necessaria l'autorizzazione del giudice

per l'assegnazione²²⁹; e così è anche per gli interessi quando oggetto di pegno sia un credito (art. 2802 c.c.).

La tecnica di autotutela mediante appropriazione richiama pure l'art. 2798 che consente al creditore pignoratizio di domandare al giudice che la cosa stessa gli venga assegnata in pagamento fino a concorrenza del debito, secondo la stima da farsi con perizia o secondo il prezzo corrente, se la cosa ha un prezzo di mercato. Proprio al fine di evitare approfittamenti ai danni del debitore, nell'ipotesi di assegnazione prevista dall'art. 2798, l'intervento del giudice è ritenuto sempre indispensabile al fine di impedire eventuali tentativi di elusione del divieto del patto commissorio dovendo essere sempre l'autorità giudiziaria a ordinare la stima del bene o a valutare l'esistenza di un prezzo di mercato²³⁰. Questa circostanza ha portato la dottrina processualistica a negare che nell'ipotesi dell'art. 2798 c.c. si possa rimanere nell'ambito dell'esecuzione stragiudiziale e possa correttamente continuare a parlarsi di autotutela²³¹.

Anche e soprattutto da tale punto di vista la disciplina sulle garanzie finanziarie presenta strumenti di autotutela maggiormente semplificati. Innanzitutto non è prevista alcuna autorizzazione giudiziale per l'attribuzione del bene al creditore tanto che si parla di appropriazione e non di assegnazione: la giurisprudenza di legittimità ha chiarito che nell'assegnazione l'autorizzazione giudiziale è necessaria

²²⁹ GORLA G. – ZANELLI P., *op. cit.*, 360.

²³⁰ GORLA G. – ZANELLI P., *op. cit.*, 116.

²³¹ BONGIORNO G., *L'autotutela esecutiva, cit.*, 138.

proprio al fine di reprimere i tentativi di eludere il divieto del patto commissorio²³².

Pertanto, come è stato osservato, l'assimilazione dell'appropriazione all'assegnazione è limitata tuttavia al solo profilo degli effetti in quanto la diversità del titolo in forza del quale avviene il trasferimento (accordo delle parti nella prima ipotesi e provvedimento dell'autorità giudiziaria nella seconda) fa sì che il rimedio previsto nell'art. 4 co. 1 lett. b) del Decreto costituisca una nuova modalità di escussione della garanzia finanziaria aggiuntiva all'assegnazione²³³. Si ritiene comunque che in capo al *collateral taker* permanga il diritto di domandare l'assegnazione ad es. quando manchi l'accordo sui criteri di valutazione o quando questi risultino irragionevoli sotto il profilo commerciale.

3.3. L'AUTOTUTELA DEL *COLLATERAL TAKER* MEDIANTE UTILIZZO DEL CONTANTE

La modalità di escussione del *collateral* consistente nell'utilizzo è limitata alle attività finanziarie costituite da denaro.

E' discusso se tale ultima modalità possa essere ricondotta al pegno irregolare²³⁴ oppure no²³⁵.

²³² Cass., 24 giugno 1963, n. 1711, in *Foro it.*, 1963, I, 1905.

²³³ Sulla diversità delle figure dell'assegnazione e dell'appropriazione delle attività finanziarie di cui all'art. 4 co. 1 lett. b) del Decreto, pure nell'identità dell'effetto, v. GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 113; ID., *Commentario*, cit., 819.

²³⁴ SARDO G., *op. cit.*, 621, nota 31.

²³⁵ BONFANTI F., *op. cit.*, 516.

Pare preferibile la seconda opinione dal momento che la disposizione di cui all'art. 4 è chiaramente dettata per i *security financial collateral*, ossia le garanzie che non determinano il trasferimento della proprietà e, conseguentemente, deve ritenersi che dalla previsione esuli il pegno irregolare il quale, determinando il trasferimento della proprietà va annoverato tra i *title transfer financial collateral*.²³⁶

L'ipotesi di cui all'art. 4 co. 2 lett. c) del Decreto riguarda pertanto il pegno di credito verso il depositario della somma, esonerando il creditore dall'osservanza delle formalità previste dagli artt. 2803 e 2804 c.c.

4. IL POTERE DI DISPOSIZIONE DELL'OGGETTO DELLA GARANZIA REALE.

Il diritto di utilizzo del contante va distinto dal potere di disposizione delle attività finanziarie oggetto del pegno previsto dall'art. 5 co. 1 del Decreto per il quale “*il creditore pignoratizio può disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie oggetto del pegno, se*

²³⁶ GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 118. Per un caso in cui, prima del recepimento della Direttiva *Collateral*, il *collateral taker* aveva esercitato i poteri di autotutela sul contante si ricorda quello della Parmalat che aveva costituito *cash collateral* in favore di Bank of America e che la stessa avrebbe escusso in caso di *default*. Ed infatti nella notte del 23 dicembre 2003, pochi giorni prima della dichiarazione di insolvenza avvenuta il 27 dicembre 2003, Bank of America incassò \$ 148,1 milioni, operazione ritenuta legittima dalla banca creditrice, ma condannata dalla magistratura e censurata dal commissario liquidatore Bondi come esempio di condotta delittuosa (v. ODDO G., *Parmalat, le banche incassano*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 luglio 2007, 46).

previsto nel contratto di garanzia finanziaria e conformemente alle pattuizioni in esso contenute” (c.d. *rehypothecation* o *repledge*)²³⁷.

Al riguardo, occorre subito evidenziare come l’art. 5 abbia in buona sostanza semplicemente ampliato i poteri di autonomia privata delle parti in ordine alla previsione del *right of use* della *res* oggetto del pegno²³⁸ contemplato dal § 9-207 (c) (3) U.C.C.²³⁹, poteri già previsti

²³⁷ L’art. 5, co. 1, della Direttiva prevede che “*gli Stati membri assicurano che il beneficiario della garanzia finanziaria sia legittimato ad esercitare il diritto di utilizzazione sulla 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*”. Su tale disposizione, v. GUCCIONE A.V., *Commentario*, cit., 821 ss. Come si evince dal XIX *considerando* della Direttiva, il diritto di utilizzazione trova applicazione in ipotesi di “*contratti con costituzione di garanzia reale*”, laddove nel caso del “*contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà*” il suddetto diritto è naturalmente compreso nelle prerogative del nuovo titolare delle attività finanziarie (sul punto, v. GROSSI A., *op. cit.*, 263-264). Le ragioni dell’introduzione della possibilità di attribuire al *collateral taker* il *right of use* risiedono nel fatto che l’attivazione di tale diritto consente di incrementare la circolazione dei titoli sul mercato con conseguente vantaggio tanto per i soggetti finanziatori quanto per quelli finanziati: i primi usufruiscono di una maggiore flessibilità operativa e di nuove possibilità di reddito in forza del riutilizzo, non altrimenti possibili in ipotesi di “*immobilizzazione*” dei titoli in proprietà del debitore; quest’ultimo, d’altra parte, si giova di un minor costo dell’indebitamento a fronte della concessione del diritto di utilizzo (ROBLES M., *op. cit.*, 16 testo e nota 25, che richiamando ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 209). La Relazione illustrativa alla “*Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai contratti di garanzia finanziaria*” presentata dalla Commissione ed il Documento di Consultazione sulla proposta di legge per l’attuazione della direttiva 2002/47/CE ad opera del Dipartimento del Tesoro del Regno Unito (*Implementation of the Directive on Financial Collateral Arrangements*) prevede: “[...] *The regulations will prevent any remaining doubt about the ability of security financial collateral arrangements to enable collateral takers to rehypothecate the collateral they receive under such arrangements. This will give institutions which receive collateral for their exposures, and their clients, more freedom to tailor the type of collateral arrangement they use to their needs. At present there is a tendency to use title transfer financial collateral arrangements where the collateral taker wants to be able to re-use the collateral in safety under the UK legal system. [...] The increased freedom to re-use collateral under security financial collateral arrangements is therefore a valuable additional flexibility for collateral takers*”. V pure KEIJSER T., *op. cit.*, 214 ss. cui si rinvia per un’analisi comparatistica del *right of use* negli ordinamenti olandese, tedesco, statunitense ed inglese.

²³⁸ MACARIO F., *Circolazione e cessione*, cit., 391 il quale, anche alla luce della consacrazione normativa, dal parte della Direttiva e del Decreto, del pegno “anomalo” osserva come nel nuovo diritto delle garanzie “*il debitore continui ad <<utilizzare>> i beni in garanzia nelle garanzie <<senza spossessamento>> o che il beneficiario della garanzia possa concretamente disporre dei beni in garanzia, salvo l’obbligo di restituire l’eccedenza al creditore garantito*” (p. 393).

²³⁹ Sul punto, GOODE R., *Legal Problems of Credit and Security*, London, 2003, 225 ss. Secondo l’Autore il potere di disporre del *collateral* può essere previsto e regolato da una pattuizione

dalla disciplina codicistica in materia di pegno regolare. Oltre che nella documentazione standardizzata statunitense, un generale diritto di utilizzo ad opera della parte garantita a prescindere dal verificarsi di un *event of default*, è stato previsto pure nella *Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*²⁴⁰.

Già nella disciplina del codice civile, come è noto, è rimessa all'autonomia privata l'attribuzione di poteri - peraltro più limitati di quelli contemplati nel Decreto - di disposizione della cosa oggetto del pegno regolare. Infatti, il creditore con il consenso del costituente può

anche implicita tra le parti, ricavabile ad esempio dai corsi ed usi commerciali; in senso contrario, *Langton v. Waite* (1868) LR 6 Eq 165, citato nel testo alla nota 82, ove è stato negato il diritto di alienare l'oggetto della garanzia finanziaria in difetto di espressa previsione in tal senso. Il caso si riferisce ad una fattispecie che ha segnato gli esordi dell'istituto in discussione, il pagamento cioè di margini da parte del *broker* per la liquidazione delle negoziazioni in titoli per conto dei clienti: i titoli oggetto di garanzia in favore del *broker* per le anticipazioni di margini erano successivamente "riutilizzati" dal *broker* stesso che avesse una posizione *short* sul contante e conseguente necessità di essere a sua volta finanziato. In merito, la Corte adita ha enunciato il principio in base al quale "*a broker had no right to sell stock mortgaged to secure a margin loan* «in the absence of express contract». Nell'ordinamento statunitense, il diritto di utilizzazione è codificato dallo *Uniform Commercial Code* - § 9-207(c)(3) - in forza del quale "*a secured party having possession of collateral or control of collateral [...] may create a security interest in the collateral*". Per un'analisi del *rehypothecation* nel *common law* statunitense, v. già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 118 ss. il quale ricorda come generalmente i *brokers* ottenessero, attraverso clausole apposte sui contratti scritti e ritenute valide [*Baker v. Drake*, 66 N.Y. 518 (1876)] l'autorizzazione a dare in garanzia i titoli del cliente senza limiti (120); a tale Autore (118 ss.) si rinvia per l'analisi della responsabilità da *conversion* (appropriazione illecita) per il caso di subpegno per valore superiore al debito del cliente e in difetto di espressa autorizzazione.

²⁴⁰ UNIDROIT 2006, Study LXXVIII - Doc. 42, March 2006, Appendix 2, Article 25. L'approccio dell'UNIDROIT è stato criticamente discusso in KEIJSER T., *Report on a Right of Use for Collateral Takers and Custodians; Presented to the UNIDROIT Secretariat*, Roma, Luglio 2003, rinvenibile su <http://ideas.repec.org>; e in JOHANSONN E., *Transfer and Settlement of Securities: The New Order*, in *European Business Law Review*, 2005, 16(5), 1093 ss. L'importanza della possibilità di attribuire il diritto di utilizzo è di tutta evidenza se solo si considera come nell'ordinamento statunitense, ad es. per la compera *on margin*, il diritto di garanzia che il *broker* ha su tutti i titoli sia depositati che acquistati tenuti *on margin* per il cliente non gli consentiva di disporne esponendolo, in caso contrario, al *tort of conversion* a prescindere dalla sua possibilità successiva di ricomprarli e soddisfare il cliente (COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 115 ss. cui si rinvia).

usare della cosa (normalmente l'uso è per legge attribuito al costituente solo ai fini della conservazione della cosa). Discusso è invece se al divieto di subpegno - consistente nel dare la cosa in pegno o concederne ad altri il godimento (art. 2792) - possa derogarsi convenzionalmente²⁴¹. Prevale al riguardo l'opinione più liberale: l'ammissibilità del subpegno si ricaverebbe dall'applicazione del richiamo al "consenso del costituente" anche all'ipotesi prevista nella seconda parte dell'art. 2792 co. 1 c.c.²⁴²; secondo altri occorre far ricorso ai principi generali per pervenire allo stesso risultato che troverebbe poi conferma nell'art. 1263 c.c.²⁴³; secondo altri, ancora, il bene oppignorato può formare oggetto di altro pegno se il concedente acconsente, assumendo la qualità di terzo datore di pegno, sullo stesso bene, in favore del creditore del proprio creditore²⁴⁴.

Seguendo la tesi dell'ammissibilità del subpegno, la novità introdotta dall'art. 5 co. 1 e 2 del Decreto consisterebbe nell'aver previsto anche l'attribuzione del potere di trasferire la proprietà delle attività finanziarie costituite in pegno regolare. Ciò che rileva è che il corrispondente diritto del debitore non può più esercitarsi sulla *res*, ma si risolve nella pretesa verso il creditore pignoratizio alla ricostituzione del *tantundem*²⁴⁵. Tale novità è di assoluto rilievo se solo si considera che

²⁴¹ Per un raffronto dell'art. 2792 c.c. con l'art. 5 del Decreto, v. già TAROLLI, *op. cit.*, 874.

²⁴² GORLA G., *Del pegno, delle ipoteche*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, *Libro sesto. Tutela dei diritti*, Bologna-Roma, 1968, 85, *sub art.* 2792.

²⁴³ MONTEL A., *Pegno (dir. vig.)*, in *Noviss. Dig. It.*, XII, Torino, 1965, 789.

²⁴⁴ MENGONI L., *Gli acquisti a non domino*, Milano, 1975, 196, nota 37.

²⁴⁵ TAROLLI R., *op. cit.*, 874. Sul creditore pignoratizio, infatti, grava l'obbligo di ricostituzione della garanzia originaria entro la data di scadenza dell'obbligazione finanziaria principale. La ricostituzione della garanzia equivalente non comporta costituzione di una nuova garanzia e si

il potere di vendita della *res* oggetto del pegno è prevista in via del tutto eccezionale solo nell'ipotesi di inadempimento della controparte o pericolo nel deterioramento e secondo le modalità stabilite agli artt. 2795 e 2797 c.c., ma non quale facoltà attribuibile pattiziamente ed esercitabile anche a prescindere dall'inadempimento o dal *periculum* di perdita della garanzia²⁴⁶.

Allorché sia applicabile il Decreto, il diritto di utilizzazione si estrinseca o nel potere di uso delle attività finanziarie o nel potere di disposizione mediante l'alienazione delle stesse ovvero la loro ulteriore costituzione in garanzia. In ogni caso, l'attribuzione dei poteri di disposizione deve discendere dall'esercizio dei poteri di autonomia privata ad opera delle parti, ragion per cui, sotto tale profilo, la disciplina comunitaria differisce da quella statunitense ove i poteri di disposizione delle attività finanziarie in favore del creditore garantito discendono automaticamente *ex lege*²⁴⁷.

In materia di cessione del credito in garanzia già prima dell'entrata in vigore del Decreto si riteneva che il cessionario non assumesse l'obbligo verso il cedente di non alienare il credito cedutogli in garanzia, salvo che le parti avessero provveduto espressamente in tal

considera effettuata alla data di prestazione della garanzia originaria. Inoltre se prima dell'adempimento dell'obbligo di ricostituzione della garanzia equivalente, si verifica un evento determinante l'escussione della garanzia stessa, tale obbligo può essere oggetto di una clausola di *close-out netting*.

²⁴⁶ LAMANNA F., *Il nuovo diritto fallimentare*, *Commentario* diretto da A. Jorio e coordinato da M. Fabiani, t. 1, sub art. 53, Bologna, 2006, 781.

²⁴⁷ LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 54. Per comprendere l'evoluzione, nell'ordinamento statunitense, che ha portato dalla legittimità delle clausole che prevedevano per i contratti di borsa di compera *on margin* l'autorizzazione a dare in garanzia i titoli senza limiti all'attribuzione *ex lege* di tale diritto, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, *cit.*, 120.

senso²⁴⁸; ciò nella prospettiva ricostruttiva della cessione del credito in garanzia come negozio risolutivamente condizionato²⁴⁹.

La legittimità dell'atto dispositivo delle attività finanziarie mediante alienazione o ulteriore costituzione di garanzia espressamente convenuto tra le parti comporta l'assorbimento e l'irrelevanza di qualunque questione inerente ai conflitti che possono sorgere tra il debitore originario ed il terzo sulla base dei principi del possesso vale titolo e degli acquisti *a non domino* (artt. 1153 e 1994 c.c.)²⁵⁰: si osserva che "l'esercizio del diritto di utilizzazione determina l'acquisto di un diritto *a non domino*, ma colui che agisce *tamquam dominus* agisce

²⁴⁸ DOLMETTA A.A. – PORTALE G.B., *op. cit.*, 110 i quali osservano altresì che il subcessionario è comunque tenuto nei confronti del cedente a fare quanto è necessario per conservargli intatte le ragioni verso il ceduto (richiamando PELOSI A.C., *La proprietà risolubile nella teoria del negozio condizionato*, Milano, 1975, 414 e PANZARINI G., *op. cit.*, 120 ss.) come pure non è da escludere che nel contesto della fattispecie concreta, la stessa alienazione possa integrare una violazione di tale obbligo da parte del cessionario (richiamando BRUSCUGLIA L., *Pendenza della condizione e comportamento secondo buona fede*, Milano, 1975, 92 ss.). In senso contrario all'affermazione del potere del cessionario di alienare il credito ceduto in garanzia, CROCE G.R., *op. cit.*, 104.

²⁴⁹ DOLMETTA A.A. – PORTALE G.B., *op. cit.*, 113 per i quali al verificarsi della condizione risolutiva opera il principio della retroattività reale della condizione – salvo che le parti non l'abbiano espressamente esclusa – sì che il cedente ritorna senz'altro nella titolarità del credito ceduto, sempre che, ovviamente questo non sia già stato estinto; se invece è già stato estinto o se le parti hanno escluso la retroattività della condizione, opera naturalmente l'imputazione; in ordine alla quale bisogna far riferimento al valore nominale del credito ceduto, non già alla somma eventualmente realizzata dal cessionario alienando tale credito; se il detto credito è stato pagato al subcessionario, questi è tenuto a restituire l'eventuale residuo al cedente, ferma la responsabilità risarcitoria del cessionario in garanzia ai sensi dell'art. 1358 c.c., in caso di inadempimento di quegli.

²⁵⁰ Sul problema, v. LA SALA G., *L'acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 467 ss.; v. pure MASTROPAOLO E.M., *Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell'acquirente di buona fede*, in Visentini G.-Stagno d'Alcontres A. (a cura di), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002, 79 ss. Secondo una risalente giurisprudenza in caso di pegno *a non domino*, il creditore che in buona fede ha ricevuto dal debitore una cosa altrui, prevale sul proprietario solo se ha osservato l'art. 2787, co. 3, c.c. che attiene al diritto di prelazione senza il quale il pegno sarebbe privo di contenuto (Cass. 1962, n. 1110, in *Giust. civ.*, 1962, I, 1869), affermazione ritenuta infondata da MENGONI L., *op. cit.*, 197.

legittimamente, in deroga al principio *nemo plus iuris transferre potest quam ipse habet*²⁵¹.

Secondo tale opinione si tratterebbe in buona sostanza pur sempre di un acquisto *a non domino* senza che tuttavia rilevi la disciplina del possesso vale titolo in quanto, pur non essendo proprietario delle attività finanziarie, il creditore era legittimato per contratto a disporre delle stesse. Alla legittimazione a disporre del bene mobile da parte del possessore discendente dal principio dell'apparenza si sostituisce, in tale ipotesi, una legittimazione a disporre delle attività finanziarie discendente dal contratto²⁵².

²⁵¹ LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 55-56. Secondo l'ISDA, *Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for National Law Reform*, March 2000, sezione 2, 4.2 e 5, in http://www.isda.org/press/pdf/eur_coll_law_reform.pdf, “the collateral taker should be free to deal with the collateral as though it were the outright owner of the assets, and third parties purchasing from the collateral taker should be able to obtain clean title to the assets, whether or not they have notice of the original interest of the collateral provider” (11). Secondo la dottrina inglese nel caso di *securities interest* con attribuzione del diritto di uso del *collateral*, va distinta l'ipotesi in cui le garanzie siano dematerializzate dall'ipotesi in cui le stesse non lo siano: qualora le garanzie non sono dematerializzate il *collateral provider* non avrà nei confronti del terzo in buona fede avente causa dal *collateral taker* un “*legal interest*” e pertanto egli non potrà efficacemente esercitare anche nei suoi confronti il diritto di *redemption*; nel caso in cui, invece, la garanzia è dematerializzata il *collateral provider* avrà nei confronti del terzo avente causa dal *collateral taker* un “*equitable interest*” e, pertanto, potrà efficacemente esercitare nei suoi confronti il diritto di *redemption* (BENJAMIN J., *Interest in Securities; A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford, 2000, sezione 5.68 e 5.69); per contro, nel caso di *outright transfer*, in linea con le pratiche *standard* del mercato (specialmente i *master agreements* GMRA e GMSLA e ISDA), il *collateral provider* non ha il diritto di *redemption* poiché la garanzia è pienamente disponibile. Per l'ordinamento statunitense, v. già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 120-121, testo e nota 57.

²⁵² Per il caso in cui il *collateral taker* disponga degli *asset* in assenza di un'espressa pattuizione in tal senso, secondo KEIJSER T., *Financial Collateral, cit.*, 183 “a purchaser in the securities markets will often be protected in the case of an unauthorised transfer. In order to guarantee the smooth functioning of the markets, a purchaser has only a limited duty to investigate whether the transferor is indeed entitled to dispose of the assets concerned and is considered to be a bona fide purchaser. For this reason, it is unlikely that the purchaser would have to face a claim by the original title-holder, based on, for instance, tracing investment securities or their proceeds is usually impracticable as there is typically a chain of intermediaries, whereas clearing systems and netting arrangements preclude an identification of a particular transfer at one end

Alla luce del metodo indicato all'inizio del presente paragrafo, sarebbe il caso di analizzare come tale previsione del diritto "secondo" possa influenzare il diritto "primo" codicistico della garanzia pignorizia. Allo stato, ci si limita a considerare che il pegno regolare disciplinato dall'art. 5 del Decreto costituirebbe, secondo un'opinione, un sottotipo del pegno regolare del codice civile²⁵³.

to a particular receipt at the other. The result is that an unauthorized disposal of investment securities leads, as a rule, to a mere contractual claim for the original title-holder against the unauthorised transferor, one based, for instance, on a tort for conversion. Yet another factor that contributes to a less clear perception of ownership in securities markets is that investment securities are usually held in fungible pools". Già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, cit., 120-121 aveva osservato che ove il *broker* desse i titoli in pegno ad una banca, questa, che presta denaro confidando (in buona fede) che i titoli girati in bianco siano del *broker* stesso, senza avere notizia dei diritti del cliente, diventa legittimo possessore di buona fede (*bona fide holder for value*) con un diritto di garanzia superiore ai diritti del cliente stesso; e ciò, siano stati i titoli dati lecitamente, o meno, dal *broker*: "il fondamento di tale diritto [...] fu dapprima l'*estoppel*, poi la legge sancita con la *Uniform Stock Transfer Act*: sempre che i titoli siano girati validamente; se non girati, i diritti del *repledgee* sono gli stessi del *broker*".

²⁵³ LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 61.

III

BUONA FEDE E RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE NELL'ESCUSSIONE DELLA GARANZIA FINANZIARIA

SOMMARIO: 1. I rapporti tra lo *standard* di ragionevolezza commerciale delle condizioni di realizzo e dei criteri di valutazione e la clausola generale di correttezza e buona fede. 2. Il ruolo della buona fede *in executivis* nei contratti di garanzia finanziaria: gli obblighi di protezione e di informazione gravanti sul *collateral taker*. 3. La ragionevolezza commerciale quale parametro per l'applicazione del principio di proporzionalità e per la misurazione dello sforzo di diligenza professionale impiegata dal *collateral taker* nell'esercizio dei poteri di autotutela. 4. Ragionevolezza commerciale e frammentazione dei mercati finanziari: *best price, proper price, true market value e fair market value*. 5. Ragionevolezza commerciale e mercati non liquidi. 6. Ragionevolezza commerciale e negoziazioni *over the counter*.

1. I RAPPORTI TRA LO *STANDARD* DI RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE DELLE CONDIZIONI DI REALIZZO E DEI CRITERI DI VALUTAZIONE E LA CLAUSOLA GENERALE DI CORRETTEZZA E BUONA FEDE

Si è più volte anticipato che, nel perseguire le esigenze di rapidità nella realizzazione della garanzia, l'art. 8 del Decreto, a tutela del debitore e dei terzi, assoggetta l'escussione della stessa al controllo eventuale *ex post* da effettuarsi alla luce del parametro della "ragionevolezza commerciale". Il co. 1 stabilisce infatti che "*le condizioni di realizzo delle attività finanziarie ed i criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite devono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale*". Lo stesso comma prevede inoltre che "*detta ragionevolezza si*

presume nel caso in cui le clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo, nonché i criteri di valutazione, siano 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?

La disposizione in discorso rappresenta uno degli ormai numerosissimi casi con cui nel nostro ordinamento privatistico si è affacciato il criterio della “ragionevolezza”, per tradizione appartenente agli ordinamenti di *common law*²⁵⁴.

Il criterio introdotto dal legislatore, nel contemperare i contrapposti interessi del *collateral taker* nonché del *collateral provider* e dei terzi, sembra costituire l'elemento che consente di trovare un equilibrio nel concorso dei rimedi apprestati rispettivamente in favore del creditore, da un lato, e in favore del debitore, del datore della garanzia e dei terzi, dall'altro²⁵⁵. Al riguardo, tra le diverse opinioni espresse,

²⁵⁴ Il tema della ragionevolezza e l'analisi dei comportamenti del *reasonable man* in relazione alla clausola generale di buona fede è stato negletto nella nostra tradizione di studi se si esclude il pionieristico saggio di CRISCUOLI G., *Buona fede e ragionevolezza*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, 709 ss. Per l'analisi della diffusione del concetto di ragionevolezza nel diritto privato, si ricordano i recenti studi di TROIANO S., *La <<ragionevolezza>> nel diritto dei contratti*, Padova, 2005 e RICCI A., *Il criterio della ragionevolezza nel diritto privato*, Padova, 2007. Viene sottolineato come l'introduzione del criterio della “reasonableness” sia stata il risultato della circolazione delle nozioni dovuto all'armonizzazione del diritto comunitario e agli effetti che il diritto comunitario produce, direttamente o indirettamente sul diritto interno (ALPA G. - ANDENAS M., *op. cit.*, 402).

²⁵⁵ Sul presupposto che la ragionevolezza, in tutte le sue concrete utilizzazioni normative, ha in comune con la buona fede e con l'equità, il fatto di convergere verso l'esigenza di un giusto equilibrio tra gli interessi delle parti in relazione al caso concreto, è stato osservato che “il modo di intendere l'equilibrio è segnato dalla *ratio* della regola in cui la <<ragionevolezza>> (quale esigenza di equilibrio contrattuale) deve trovare applicazione. La <<ragionevolezza>>, potremmo dire, è contemperamento di interessi valutati in concreto in rapporto ad una specifica *ratio* normativa, che è quella propria della norma nella cui applicazione è implicita l'esigenza della ragionevolezza, ossia è il valore che essa esprime. Non è pensabile una <<ragionevolezza>> astratta da una *ratio* normativa” (TROIANO S., *op. cit.*, 513).

quella maggiormente pertinente ed efficace ha correttamente rimarcato che il parametro della ragionevolezza commerciale “rappresenta uno strumento teso al bilanciamento del sistema, al fine di non sottoporre il debitore a comportamenti scorretti del creditore, in modo coerente con lo spirito del nostro ordinamento, espresso dalle norme in tema di arricchimento senza giusta causa, di correttezza e buona fede, nonché di diligenza professionale *ex art. 1176 c.c.*”²⁵⁶.

Nell’analizzare il criterio in discorso introdotto dal legislatore la dottrina prevalente ne ha posto in evidenza la riconducibilità alla clausola generale di buona fede²⁵⁷, probabilmente influenzata anche dalla considerazione che in una parte degli ordinamenti di *common law* –

²⁵⁶ BOCCUZZI G., *op. cit.*, 216; richiama la buona fede e la diligenza pure BERNARDI M., *L’escussione della garanzia*, in *Convegno ITA “Le garanzie finanziarie dopo il recepimento della Direttiva 2002/47/CE (D.Lgs. n. 170/2004)”*, Milano, 17 e 18 marzo 2005, 98. Non è un caso che, ai fini della soluzione delle più spinose questioni di ordine sistematico relative ai meccanismi di autotutela e alle regole e criteri di controllo sull’esercizio del diritto, occorrerà “riconoscere uno spazio normativo effettivo alle clausole generali e/o ai principi [...] che costituiscono, le une e gli altri, i naturali contrappesi giuridici alle concessioni che un legislatore moderno (ora impegnato nel recepimento della direttiva europea ma, più in generale, attento alla permanente evoluzione della complessa disciplina finanziaria) non potrà non riconoscere all’autonomia privata” (MACARIO F., *Modificazione del patrimonio del debitore*, *cit.*, 204-205). L’importanza del principio secondo cui è necessario che ogni realizzo abbia luogo a condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale viene rimarcata anche dal Parere BCE del 13 giugno 2001, *cit.*, (13).

²⁵⁷ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, *cit.*, 214; GARDELLA A., *op. cit.*, 201; LAUDONIO A., *Le clausole di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, *cit.*, I, 557; BERNARDI M., *op. cit.*, 99. Si ritiene in particolare che il criterio della ragionevolezza commerciale introdotto dalla disciplina sul *collateral* “sarà per un verso ancorato, e per un altro verso integrato, dalle clausole generali già presenti nel sistema delle obbligazioni e dei contratti, quali ad esempio la buona fede *in executivis* e la correttezza” [GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 310; per il riconoscimento del significato di ragionevolezza l’Autore rinvia a CASTRONOVO C., *I principi di diritto europeo dei contratti e il codice civile europeo*, in G. Alpa – E.N. Buccico (a cura di), *Il codice civile europeo*, 2001, 217; ID., *Un contratto per l’Europa*, prefazione a Commissione per il diritto europeo dei contratti – Pres. Ole Lando, *Principi di diritto europeo dei contratti*, Parte I e II, vers. it. a cura di C. Castronovo, Milano, 2001, XLII].

ed in particolar modo in quello del Regno Unito - non viene riconosciuto un obbligo generale di agire in buona fede²⁵⁸.

Appare allora necessario subito cercare di chiarire i rapporti tra buona fede e ragionevolezza commerciale; rapporti che, anche al di fuori dello specifico ambito normativo dei contratti di garanzia finanziaria, risultano dibattuti.

Al di là delle differenze culturali tra gli ordinamenti, i più recenti studi condotti in Italia sul tema della ragionevolezza nel diritto privato evidenziano, da un lato, che la stessa è generalmente intesa come criterio di valutazione piuttosto che come un principio o una regola in sé compiuta, fonte di diritti e di obblighi; dall'altro, che la quintessenza del criterio debba essere di massima individuata nel

²⁵⁸ Per tali valutazioni, v. da ultimo, MCKENDRICK E., *La buona fede tra common law e diritto europeo*, in C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 715 ss. Con speciale riferimento alla materia che ci interessa, perplessità ha mostrato pure la GREAT BRITAIN LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER NO. 176, *Company Security Interests. A consultative report*, 2004, in http://www.lawcom.gov.uk/docs/cp176_final_version.pdf, 64 la quale ha ritenuto “that any scheme of rights and remedies should not contain a general reference to ‘good faith’, nor a general requirement that either party exercise its rights or perform its obligations in commercially reasonable manner. Instead there should be specific requirements when these are necessary. So that consultees can see for themselves whether or not they agree with our assessment of how these provisions would work, we have included them within our scheme. There are also two ancillary provisions. One states that the parties may, by agreement, determine the standards which fulfil the rights of a debtor or obligations of a secured party under a provision that requires commercial reasonableness, provided that the standards are not manifestly unreasonable. The other gives specific guidance in various situations”. V. pure ALPA G. - ANDENAS M., *op. cit.*, 401, ss. i quali rilevano come non vi sia stata la medesima reazione in Italia quando, sempre per effetto dell’attuazione delle direttive comunitarie, si è cominciato ad introdurre nel codice civile o negli *statutes* il criterio della “reasonableness” (402). In ambito statunitense, invece, la nozione di *good faith* è di grande rilievo pure nella materia oggetto della presente ricerca: per la casistica, v. ad es., *Granite Partners, L.P. v. Bear Stearns & Co.*, 17 F. Supp. 2d 275 (SDNY 1998); nel diritto inglese delle Isole Vergini Britanniche, proprio in relazione alla normativa di recepimento della Direttiva *Collateral* nella *English Law*, viene fatto esclusivo riferimento alla nozione di *commercially reasonable* (v. *Alfa Telecom Turkey Ltd v. Cukurova Finance International Ltd*, Claim no.s. 072, 119, 16 novembre 2007, *cit.*).

bilanciamento complessivo degli interessi in relazione alle circostanze concrete²⁵⁹.

In particolare, la dottrina sostiene che la buona fede non va identificata con la ragionevolezza, costituendo piuttosto la “cornice” entro la quale la ragionevolezza si inserisce e dalla quale trae il suo significato²⁶⁰: infatti, superandosi un’opinione sull’argomento secondo cui la ragionevolezza finiva con l’essere un sinonimo della buona fede²⁶¹, le ultime riflessioni dottrinali in materia ritengono che le due nozioni debbano rimanere distinte pur se complementari.

E’ stato al riguardo precisato che “se la buona fede ha funzione integrativa, generando obblighi, la ragionevolezza attiene alla modalità esecutiva secondo la quale gli obblighi stessi trovano migliore attuazione”²⁶². Anche altro autore osserva che “la correttezza richiama la categoria del “dover essere” in termini di etica del comportamento, mentre la “ragionevolezza” richiama quella più empirica della

²⁵⁹ TROIANO S., *op. cit.*, 160.

²⁶⁰ TROIANO S., *op. cit.*, 206.

²⁶¹ CRISCUOLI G., *op. cit.*, 752.

²⁶² CASTRONOVO C., *Un contratto per l’Europa, cit.*, XLIII ss. per il quale “la *reasonableness* finisce così con l’aver una portata più limitata rispetto alla buona fede; essa non pare potere influenzare la struttura del rapporto, situandosi sul piano dei comportamenti che il soggetto pone in essere per dare attuazione a quest’ultimo: il soggetto ne riceve di rimando la qualificazione relativa (di persona ragionevole), che a sua volta diventa criterio di qualificazione dell’azione”. Nella stessa linea di pensiero sembra muoversi chi osserva come “dato un certo comportamento individuato in astratto (l’agire del mandatario nell’interesse del mandante, l’obbligo di custodia gravante a carico dell’albergatore ecc.), attraverso il richiamo alla ragionevolezza viene stabilita quale condotta osservare in concreto sulla base di un parametro che abbina tipicità sociale ed equilibrata tutela dell’interesse creditorio”; in questo si coglie, secondo l’Autore, la differenza rispetto alla buona fede in funzione integrativa: “difatti, mentre la seconda è fonte di obblighi, la prima, come abbiamo detto, è metro di valutazione delle condotte, sotto il profilo della adeguatezza e della opportunità” (NIVARRA L., *Ragionevolezza e diritto privato*, in *Ars interpretandi*, n. 7, 2002, *Ragionevolezza e interpretazione*, 381).

“praticabilità” di una determinata soluzione perché sorretta da giustificazione e cioè “ragionevolmente” fondata”; ed ancora: “richiamare i contenuti “di ragione” di un determinato comportamento o di una certa clausola può significare dare ingresso a considerazioni di ordine utilitaristico e di efficienza mentre la buona fede è più orientata verso considerazioni di ordine etico (sia pure di etica contrattuale)”²⁶³.

Pure nello specifico ambito normativo dei contratti di garanzia finanziaria viene affermata la “preminenza” delle regole di correttezza e buona fede²⁶⁴ sottolineandosi che “l’espansione dei meccanismi di autotutela del creditore deve procedere in parallelo con la valorizzazione delle clausole e dei principi generali, dando preminenza alle regole di correttezza e buona fede, particolarmente efficaci allorquando la contrattazione fra privati tende a massimizzare la libertà dei contraenti”²⁶⁵.

Alla conclusione che il criterio della ragionevolezza commerciale debba essere tenuto separato da quello della buona fede²⁶⁶

²⁶³ DI MAJO A., *L’osservanza della buona fede nei Principi Unidroit sui contratti commerciali internazionali*, in J. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, Milano, 1997, 157.

²⁶⁴ MACARIO F., *Modificazione del patrimonio*, cit., 205.

²⁶⁵ Così MACARIO F. – LOBUONO M., *Le modificazioni del patrimonio*, cit., 513 richiamati pure da VACCARO BELLUSCIO A.C., *op. cit.*, 197-198 il quale, a sua volta, auspica che “alle regole di correttezza e buona fede venga riconosciuta un’adeguata funzione valutativa concernente il comportamento osservato dalle parte nell’esecuzione dei contratti di garanzia finanziaria disciplinati dalla suddetta normativa, affinché lo *strictum ius* di origine comunitaria, ad onta di ogni contraria opzione interpretativa, non diventi strumento per un’illimitata – ed impropria - libertà contrattuale, ma ne favorisca un ampliamento compatibile con i fini superindividuali che, nel nostro ordinamento giuridico, vanno salvaguardati *anche* nell’esercizio dell’autonomia privata”.

²⁶⁶ In relazione alla Direttiva *Collateral*, considera separatamente le nozioni di *commercial reasonable* e di *good faith*, PORTANIER C., *op. cit.*, 350.

si perviene, peraltro, non solo, ad es., attraverso l'analisi dei *master agreements* ed in particolare di quello ISDA 2002 - il quale tiene chiaramente distinte la *good faith* e la *commercial reasonableness* - ma anche dallo stesso commento ufficiale al § 9-610 dell'U.C.C. - immediato referente normativo della nuova disciplina - il quale, proprio nell'analizzare il requisito della ragionevolezza commerciale, rinvia al distinto concetto della "*general obligation of good faith*" di cui al § 1-203 U.C.C.²⁶⁷; nonché, infine, dalla giurisprudenza statunitense la quale non solo tiene distinti i due concetti ma in *Granite Partners, L.P. v. Bear Stearns & Co.*²⁶⁸ e in *American Home Mortgage Holdings, Inc. v. Lehman Bros., Inc.*²⁶⁹, pur ritenendo applicabili altre disposizioni dell'art. 9

²⁶⁷ L'U.C.C. § 1-203 prevede che "*every contract or duty within this Act impose an obligation of good faith in its performance or enforcement*". Secondo il § 9-102 U.C.C. (a) (43) "*good faith means honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing*" [v. pure § 9-102 (c)]. Tale definizione è richiamata anche dalla GREAT BRITAIN LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER NO. 176, *cit.*, 81. Non è un caso poi che per l'ipotesi di autotutela mediante *strict foreclosure* costituita dall'*acceptance* del *collateral* regolata ai §§ 9-620, 9-621 e 9-622 U.C.C. sia prevista l'osservanza del requisito di *good faith* ma non l'obbligo della parte garantita di agire in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale (v. al riguardo il Commento Ufficiale 11 al § 9-620 e il Commento Ufficiale 2 al § 9-621).

²⁶⁸ *cit.*

²⁶⁹ 2008 WL 2156323 (Bankr. D. Del., 23 maggio 2008). Prima del loro assoggettamento alle procedure concorsuali, American Home Mortgage Investment Corp. stipulò con Lehman Brothers Inc. e Lehman Brothers Commercial Paper Inc. un contratto di *repo*. Per finanziare alcune sue operazioni American Home cedette i propri prestiti derivanti da mutui ad una società veicolo appositamente creata (*Special Purpose Vehicle - SPV*), Broadhollow Funding LLC che rilevò il pacchetto di attività. Per adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti della banca cedente la società procedette all'emissione e collocamento sul mercato di titoli cartolarizzati garantiti dallo stesso pacchetto di crediti dei quali, quelli subordinati, al tempo dell'emissione da parte del *conduit*, presentavano, secondo Standard & Poor's e Moody's, un *rating* di BBB e Baa2. Successivamente i titoli vennero acquistati da American Home. Dopo di ciò Lehman, in qualità di acquirente, e American Home, in qualità di venditore, stipularono un *master repurchase agreement* secondo gli *standard* normalmente praticati nell'industria di settore ed in particolare secondo il GMRA nella versione 1996. Nel corso dell'esecuzione di tale contratto, ad American Home venne fatta una richiesta di margini secondo il *master agreement* da soddisfare in contanti o con ulteriori garanzie. American Home non riuscì a soddisfare nemmeno una delle *margin call* fatte prima del suo fallimento avvenuto il 6 agosto 2007. A

U.C.C., ha ritenuto che lo *standard* della *commercial reasonableness* non trovi applicazione alla vendita del *collateral* qualora inerisca all'esercizio dei *remedies* relativi ad un *repurchase agreement*²⁷⁰ il quale possa essere ricostruito come vendita e non come contratto sostanzialmente di garanzia. Ponendo l'accento esclusivamente sulle espressioni utilizzate

seguito di tale inadempimento, Lehman rese noto il *default* ad American Home la quale propose una richiesta di proroga di cinque giorni secondo il *Bankruptcy Code*. Dopo tale richiesta Lehman spedì la notizia della *foreclosure* ad American Home secondo cui il contratto di *repo* doveva intendersi risolto e stabilì che “*entrambe le società si sono soddisfatte ovvero intendono soddisfarsi direttamente sui titoli piuttosto che venderli ad un soggetto terzo*”. Lehman inoltre avvisò altresì il debitore che il valore di mercato dei titoli ammontava al 68,25% della pari. Una previsione del *master agreement* consentiva a Lehman o di vendere il *collateral* in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale – come è tipicamente previsto dall'art. 9 U.C.C. – ovvero di “*scegliere [...] di cedere il credito nei confronti della parte in default secondo il presente contratto di acquisto in garanzia per un ammontare pari al prezzo di quella data, ottenuto da una fonte generalmente riconosciuta [...] in raffronto con i prezzi aggregati non pagati dei repo e di ogni altra somma dovuta dalla parte in default*”. American Home sostenne in giudizio che il *master agreement* sottoponeva in tutto e per tutto il *collateral* alla disciplina dell'art. 9 U.C.C. e che Lehman aveva violato tale disposizione non avendo eseguito la vendita dello stesso a condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale.

²⁷⁰ Come anticipato nel capitolo I, la dottrina riconduce siffatto contratto al riporto (LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 19 ss.). Inoltre si è pure anticipato che anche il contratto di pronti contro termine debba essere ricondotto al *repo* (ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune, cit.*, 198-199 per il quale il riferimento contenuto nel Decreto limitato ai soli contratti di pronti contro termine non va inteso in senso tassativo in quanto debbono ritenersi ricadenti nella nuova disciplina tutti i contratti nei quali lo scambio del bene risponda ed assolva ad una funzione di garanzia, indipendentemente dallo schema o dal modello contrattuale concretamente utilizzato, così comprendendo anche il riporto o il prestito titoli: 199, testo e nota 68). Nella giurisprudenza statunitense citata alle note precedenti viene posto l'accento, ai fini dell'interpretazione dei contratti e della ricostruzione delle intenzioni delle parti, alle espressioni utilizzate, trascurandosi invece quella che nell'ordinamento italiano viene definita la “causa concreta” del negozio o “funzione economico-individuale” che invece caratterizza in senso funzionalistico la normativa europea sul *financial collateral*. Ed infatti, ai fini della qualificazione del contratto, a dispetto della funzione di garanzia che i predetti negozi pure possono presentare, le Corti statunitensi danno notevole rilievo alle espressioni utilizzate dai contraenti inerenti alla vendita e non allo scopo concretamente perseguito dalle stesse: ad. es. in *American Home Mortgage Holdings, Inc. v. Lehman Bros., Inc.* la Corte, sul presupposto che il § 9-109 dell'U.C.C. di New York pone l'accento sull'intenzione delle parti per l'interpretazione del contratto, ha dato rilievo al fatto che le stesse avessero utilizzato espressioni quali “*buyer*” e “*seller*” piuttosto che “*lender*” e “*borrower*” o “*secured creditor*” e “*debtor*”; “*purchased securities*”, “*purchase date*”, “*purchase price*”, “*repurchase price*”, “*repurchase date*”. Al riguardo, richiamando il Commento Ufficiale al § 9-601 U.C.C., la Corte afferma che lo *standard* della *commercial reasonableness* non trova applicazione per i “*true buyers*” i quali possono “*enforce their rights without regard to the seller (debtor) or the seller's creditors*”.

dalle parti in ambito statunitense si è giunti, per tale ipotesi, ad una protezione del *collateral provider* meno intensa di quella operante in ambito europeo. L'approccio "funzionalistico" della Direttiva consente di estendere la tutela del *collateral provider* in tutti i casi in cui il trasferimento delle attività finanziarie abbia sostanzialmente una funzione di garanzia²⁷¹.

²⁷¹ Secondo l'impostazione seguita nel caso analizzato alla nota precedente la terminologia utilizzata nel *master agreement* GMRA impedirebbe l'applicazione dello *standard* di ragionevolezza commerciale; diversamente a dirsi per il *master agreement* GMSLA ove sono presenti espressioni quali "borrow", "lender" e "collateral". Nel precedente considerato è stata chiaramente seguita, esasperando l'importanza delle espressioni utilizzate dalle parti, l'impostazione di SCHROEDER S.L., *Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.*, in *Syracuse Law Review*, 1996, 46 (3), 1049-1050 il quale osserva: "I suggest that a repo is a genuine sale and not a security interest if the repo seller loses all of its property interest in the security when it is sold to the repo buyer. This should be evidenced not by self-serving subjective statements of the repo parties, but by the objective evidence of the contractual terms. Specifically, if the repo buyer has the right to sell the repo security and merely sell substitute security back to the repo seller, the repo should be recognised as a true sale" [v. pure KETTERING K.C., *Repledge and Pre-Default Sale of securities Collateral Under Revised Article 9*, in *Chicago-Kent Law Review*, 1999, 1135 e 1136; ID., *Repledge Deconstructed*, in *University of Pittsburgh Law Review*, 1999, 61, 205-206; SCOTT PRYOR C., *How Revised Article 9 Will Turn the Trustee's Strong-Arm into a Weak Finger: A Potpourri of Cases*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2001, 9 (1). Anche secondo BENJAMIN J., *Recharacterisation Risk and Conflict of Laws*, in *Butterworths Journ. Int'l Banking & Fin. Law*, 1997, 12(11) 514-515 la limitata *tradeability* del *collateral* può essere indice del fatto che la struttura di *title transfer* non riflette la sostanza degli intenti delle parti e che il *collateral* potrebbe essere stato fornito per stipulare un *security interest*. L'elaborazione nell'ordinamento italiano della causa del contratto intesa come funzione economico-individuale si deve, come è noto, a FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966; BESSONE M., *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969; BIANCA C.M., *Diritto civile, cit.*, 452 ss. Tale nozione di causa si è affacciata di recente anche in giurisprudenza: Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, per un contratto di consulenza; Cass., 7 maggio 1998, n. 4612, in tema di *Sale and lease back*; Cass., 6 agosto 1997, n. 7266, in tema di patto di non concorrenza; Cass., 15 maggio 1996, n. 4503, in tema di rendita vitalizia; Trib. Latina, 11 agosto 2008, in *Contratti*, 2008, 12, 1085 ss., in tema di mutuo fondiario. Pure secondo KEIJSER T., *Financial Collateral, cit.*, 134 occorre fare riferimento all'oggettivo intento delle parti: "it is not the subjective statements of the parties that are normative, but rather the economic intent of the parties, as this can be objectively established on the basis of the terms of their agreement, for instance. If the collateral taker has both a right to recourse and an unlimited right of disposal, an outright transfer will not be recharacterised as a security interest" (134).

2. IL RUOLO DELLA BUONA FEDE *IN EXECUTIVIS* NEI CONTRATTI DI GARANZIA FINANZIARIA: GLI OBBLIGHI DI PROTEZIONE E DI INFORMAZIONE GRAVANTI SUL *COLLATERAL TAKER*.

Va allora analizzata la portata dell'affermazione secondo cui il richiamo alla "ragionevolezza" sembrerebbe voler introdurre un'ulteriore clausola generale pur riconoscendosi che la stessa verrà prevedibilmente ancorata ed integrata dalla clausola generale di buona fede e correttezza²⁷².

Il ruolo della clausola di correttezza e buona fede nei contratti di garanzia finanziaria e, segnatamente, nella fase esecutiva (art. 1375 e 1175 c.c.) costituita dall'escussione della garanzia pare potersi individuare – secondo quanto previsto nel XVII *considerando* della Direttiva - nell'esigenza di "protezione" diretta del *collateral provider* e indiretta dei terzi in quanto l'autosoddisfacimento delle ragioni creditorie (in particolare mediante la vendita) non viene conseguito (secondo il modello di ascendenza francese dell'esecuzione in autotutela attualmente previsto dagli artt. 2796, 2797 e 2798 c.c.) tramite l'opera di un ufficio giudiziario organicamente distinto dal titolare del credito ovvero con il preventivo coinvolgimento dello stesso debitore mediante l'attribuzione allo stesso di tutele cautelative, bensì per autorità e su iniziativa del privato interessato. Come viene ricordato in dottrina, anche nel *common law* statale precedente

²⁷² GABRIELLI E., *Contratto, cit.*, 271. Per la considerazione della ragionevolezza commerciale in termini di clausola generale, v. pure GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 166.

all'introduzione dell'art. 9 dell'U.C.C. era generalmente necessario rivolgersi ad un pubblico ufficiale per ottenere un ordine di esecuzione di una garanzia²⁷³.

Specialmente quando l'entità del credito risulta essere minore rispetto al valore del bene, il creditore procedente potrebbe essere portato alla "svendita" del *collateral* piuttosto che alla vendita, poiché comunque il suo soddisfacimento risulterebbe assicurato dall'elevato differenziale tra il valore commerciale del bene e l'ammontare del credito residuo, senza considerare che una svendita assicurerebbe anche un soddisfacimento più veloce; proprio di fronte a tale rischio l'U.C.C. impone che la vendita venga effettuata dal creditore ad un prezzo commercialmente sensato²⁷⁴.

Non può poi non considerarsi che specialmente di fronte ad un grosso quantitativo di titoli la svendita degli stessi potrebbe provocare anche un deprezzamento del titolo stesso²⁷⁵. Al riguardo potrebbe,

²⁷³ VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari*, cit., 169, richiamando GILMORE G., *Security Interest in personal property*, Boston, 1965, I, 320 ss.

²⁷⁴ CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, cit., 156.

²⁷⁵ In ordine a tale problematica va tenuto comunque conto che grandi quantitativi di strumenti finanziari sono venduti appositamente fuori dei mercati ufficiali da parte degli investitori istituzionali proprio per evitare gli impatti sui prezzi che queste operazioni potrebbero comportare (c.d. *market impact*): lo scambio in un'unica soluzione di una rilevante quantità di titoli può, infatti, determinare profonde oscillazioni di prezzo e quindi aumentare la volatilità del mercato, ossia il suo grado di rischio; il che, in ultima analisi, si traduce nell'allontanamento di una cospicua parte di investitori, vale a dire di quelli meno propensi all'azzardo eccessivo e proprio per questo motivo è consentito scambiare i blocchi fuori dal mercato ufficiale, al prezzo stabilito dalle parti (LIERA M.– BELTRATTI A., *Capire la Borsa*, Milano, 2005, 94). La Consob con deliberazione n. 11768 del 23 dicembre 1998 ha identificato quattro soglie minime oltre le quali un ordine può avere carattere di "blocco". Le contrattazioni si svolgono per via bilaterale o attraverso sistemi di *trading* alternativi che sono stati creati proprio a questo scopo utilizzando il prezzo di mercato corrente al momento oppure con la formazione di un prezzo differente dovuto alla loro natura di contrattazioni all'ingrosso. Proprio perché scambiati al di fuori del mercato regolamentato, i blocchi possono essere negoziati anche prima o dopo

forse, pure porsi un problema di tutela dei terzi titolari dello stesso titolo che per effetto del comportamento del *collateral taker* possono subire una perdita patrimoniale.

Se nel sistema dell'U.C.C. tali considerazioni non hanno impedito la previsione di forme di autotutela, il sistema italiano e francese sono stati, invece, storicamente influenzati dall'idea che la pattuizione nel contratto di costituzione del pegno del diritto del creditore di vendere privatamente il bene oggetto della garanzia espone al rischio che il creditore, qualora potesse avvalersi della clausola, si accontenterebbe di vendere il bene ad un prezzo inferiore al suo valore reale, purché sufficiente a fargli incamerare la somma equivalente al credito rimasto insoddisfatto²⁷⁶.

A considerazioni analoghe si perviene in relazione al rimedio di *self-help* costituito dall'appropriazione della cosa oggetto del pegno in quanto, come già osservato, al momento della costituzione, il creditore è generalmente in grado di dettare qualunque condizione contrattuale al debitore e questi rischia allora di vedersi imporre, a garanzia del

l'orario ufficiale di contrattazione; le relative transazioni, inoltre, non partecipano alla formazione degli indici di Borsa. Naturalmente, se queste contrattazioni sono rese note al mercato si può avere una qualche ripercussione, tranne il caso in cui l'oggetto siano titoli di Stato i cui prezzi, data l'enorme quantità in circolazione, non subiscono conseguenze da una transazione, sia pure imponente. Per le azioni, può ad es. avere rilevanza il segnale che dà il *collateral taker* di una valutazione inferiore a quella che in quel momento presenta il mercato, oppure ancora gli effetti dell'assetto societario del passaggio di mano di un pacchetto rilevante. Sui *dark pools of liquidity* spesso organizzati sotto forma di *Multilateral Trading Facility* (MTS), v. ANOLLI M. – FILIPPA L., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione delle borse*, Torino, 2008, 46: il loro obiettivo è quello di fornire liquidità agli ordini di natura professionale senza mostrarli al mercato, al fine di limitare il fenomeno dell'erosione del prezzo. Tale obiettivo è generalmente raggiunto dal *dark pool* evitando di esporre sia l'identità del soggetto che intende negoziare sia il prezzo al quale intende negoziare.

²⁷⁶ BUSSANI M., *op. cit.*, 117.

credito cui aspira, una convenzione commissoria che ha per oggetto un bene la cui stima finisce per essere inevitabilmente molto inferiore al suo valore reale. Per tradizione si è ritenuto che la violazione di tali regole comportasse la nullità per contrarietà all'ordine pubblico²⁷⁷.

Proprio al fine di evitare tali inconvenienti, gli ordinamenti continentali hanno previsto l'intervento *ex ante* degli organi pubblici ovvero il coinvolgimento del debitore al fine di assicurargli tale esigenza di protezione limitando altresì l'autonomia privata nella previsione pattizia di forme di autotutela del creditore garantito. Si può dire che è attraverso tali previsioni che gli ordinamenti continentali hanno storicamente perseguito l'esigenza che il realizzo della garanzia avvenisse – volendo utilizzare l'espressione di ascendenza anglosassone - a condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale²⁷⁸.

Senonché, come è stato dimostrato, l'evoluzione giurisprudenziale ha fatto sì che anche le Corti transalpine consentissero alle parti di stipulare validamente un mandato irrevocabile col quale si conferisce al creditore il potere di vendere il bene alla scadenza del debito rimasto inadempito il che, grazie agli obblighi gravanti sul mandatario (di condotta e di rendiconto: artt.

²⁷⁷ BUSSANI M., *op. cit.*, 118 e KEIJSER T., *Financial Collateral, cit.*, 80.

²⁷⁸ Non è un caso che il § 9-610 U.C.C. preveda residualmente che l'atto dispositivo del *collateral* avvenga “*following any commercially reasonable preparation or processing*”. In relazione alla disciplina di diritto comune si è osservato che al fine di evitare che l'esercizio stragiudiziale delle proprie ragioni dia luogo ad abusi e che la vendita coattiva si risolva “in una mera lustra”, per coprire una dissimulata opposizione o un patto commissorio vietato, la legge prescrive l'adozione delle particolari forme e modalità di cui all'art. 2797, ovvero di quelle diverse convenute dalle parti nel contratto di pegno” (BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale, cit.*, 1041).

1991-1993, 1996 *Code civil*) elimina i rischi di approfittamento ai danni del debitore²⁷⁹. Anche in Italia la giurisprudenza si era, sia pure sporadicamente, evoluta in tale direzione come dimostra una risalente pronuncia di merito ove venne chiarito che il mandato conferito dal debitore al creditore pignoratorio di vendere in qualunque tempo e luogo le cose date in pegno non costituiva patto commissorio ed era completamente valido specialmente se previsto nella materia commerciale²⁸⁰.

Senza la necessità di ricorrere all'individuazione in capo al *collateral taker* di funzioni gestorie dei beni concessi in garanzia attraverso la previsione di obblighi di condotta individuabili nella disciplina del mandato, più semplicemente, di fronte al mutamento di prospettiva che ha determinato lo spostamento del baricentro da forme di controllo necessario *ex ante* a forme di controllo eventuale *ex post* risulta evidente che, all'esigenza di protezione del *collateral provider* e dei terzi prevista dalla Direttiva, debba essere chiamato lo stesso *collateral taker* e questo alla luce della teoria degli obblighi di protezione aventi fonte *ex lege* proprio nel dovere di buona fede *in executivis*²⁸¹.

²⁷⁹ BUSSANI M., *op. cit.*, 122.

²⁸⁰ App. Trani, 20 maggio 1907, *cit.* Viceversa, è stata considerata in frode alla legge, *sub specie* della violazione del divieto del patto commissorio, l'ipotesi in cui "anziché costituire un pegno con la clausola vietata, il debitore consegna il bene al creditore con mandato irrevocabile a vendere per il caso di inadempimento; mediante altro patto il debitore rinuncia al diritto all'eventuale eccedenza del ricavato rispetto all'ammontare del credito garantito" (BIANCA C.M., *Diritto civile, cit.*, 625).

²⁸¹ Come viene ricordato il superamento della struttura semplice del rapporto obbligatorio cominciò a verificarsi nella dottrina italiana a metà del secolo scorso con l'accoglimento della teoria germanica degli obblighi di protezione – a sua volta ispirata dalla teorizzazione dell'*obligation de sécurité* avvenuta in Francia nel XIX secolo - accostati all'obbligo principale di prestazione all'interno del rapporto-cornice, volto a significare la struttura complessa ormai

Pertanto la protezione del patrimonio del debitore non è più perseguita mediante strumenti di controllo *ex ante* nell'escussione della garanzia devoluti ad organi pubblici, ma pare costituire l'oggetto di un'obbligazione *ex lege* del creditore nell'esercizio dei poteri di autotutela. E' anche vero, tuttavia, che il legislatore non sembra abbandonare del tutto forme di protezione pubblicistica del *collateral provider* e dei terzi se solo si considera come, qualora approvati dalla Banca d'Italia, gli schemi contrattuali rinvenuti nelle prassi internazionali risultano ammantati di una presunzione di ragionevolezza quasi che sia l'autorità amministrativa indipendente a sostituirsi – sia pure dando luogo ad una presunzione *iuris tantum*²⁸² – alle altre autorità pubbliche tradizionalmente preposte alla tutela speciale del debitore.

La previsione normativa della presunzione *iuris tantum* di ragionevolezza è coerente con l'opinione che ha ritenuto che se la buona fede opera come principio generale cui il comportamento delle parti contraenti deve conformarsi, imponendo o vietando determinati comportamenti – ed invero, ai sensi dell'art. 1.7 dei Principi Unidroit “*ciascuna parte deve agire in conformità alla buona fede nel commercio internazionale*” – la ragionevolezza si atteggia a criterio di misura dell'*id quod plerumque accidit* e quindi a ciò che normalmente si pratica nel

assunta dal rapporto obbligatorio (CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur.* Treccani, XXI, Roma, 1990, 1 ss.). Prima della Suprema Corte di Cassazione (v. *infra*, nota 289) già la Corte costituzionale aveva adottato la categoria nei termini di “obbligo accessorio di rispetto e di salvaguardia della persona e delle cose della controparte” (Corte cost., 28 febbraio 1992, n. 74).

²⁸² MARINO R., *Recepimento della direttiva*, cit., 1190; GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 40.

commercio internazionale²⁸³. E' questa probabilmente la *ratio* sottesa alla presunzione di ragionevolezza prevista all'art. 8 co. 1.

Al fine di accertare la ragionevolezza commerciale delle condizioni di realizzo, una volta che, mediante la generalizzazione del meccanismo di funzionamento del pegno irregolare, si riconosce che con il contratto di garanzia finanziaria viene esaurito *in limine* l'interesse del creditore a percorrere l'itinerario dell'esecuzione forzata - essendo già predisposto con uno strumento contrattuale il momento finale della tutela processuale - nell'escussione della garanzia potrebbero individuarsi in capo al *collateral taker* gli stessi obblighi gravanti nel procedimento per esecuzione forzata sulla figura del commissario (art. 532 e 533 c.p.c.)²⁸⁴ il quale, nella vendita forzata delle cose pignorate, dovrà agire secondo il canone della diligenza professionale (art. 1176 co. 2): infatti anche in capo al *collateral taker* vanno sicuramente individuate le stesse caratteristiche di “*soggetto specializzato nel settore di competenza*” (art. 532 c.p.c.). Tale considerazione può essere confortata dal fatto che lo stesso riformatore processualistico del 2005 ha chiaramente manifestato un *favor* per la vendita forzata a mezzo commissario specialmente in determinate fattispecie caratterizzate

²⁸³ FERRI G.B., *Il ruolo dell'autonomia delle parti e la rilevanza degli usi nei Principi dell'Unidroit*, in J. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, Milano, 1997, 133; v. pure BONELL J., *Le regole oggettive del commercio internazionale: clausole tipiche e condizioni generali*, Milano, 1976.

²⁸⁴ Già in riferimento alla vendita *ex art.* 2797 c.c. si è affermato che “a questo riguardo si delinea un rapporto tra parte creditrice e ufficiale della vendita, assai vicino a quello caratteristico del processo esecutivo civile” (TARZIA G., *L'oggetto del processo di espropriazione*, Milano, 1961, 23).

dalla peculiarità dei beni sottoposti a pignoramento quali sicuramente sono gli strumenti finanziari²⁸⁵.

Come è noto, il dovere di buona e fede e correttezza, in forza dell'art. 1374 c.c., si “concretizza” anche nei c.d. doveri integrativi ed in particolare negli obblighi di informazione o di avviso alla controparte nonché negli obblighi di protezione o di sicurezza della stessa per tutelarla nella persona e nei beni, in merito a fatti sopravvenuti nel corso dell'attuazione del rapporto obbligatorio o dopo la sua estinzione²⁸⁶. La fase di escussione e l'esercizio del relativo diritto ben può essere ricostruita innanzitutto alla luce di tali categorie specialmente laddove si consideri che la vicinanza della clausola di buona fede alle istanze morali assume particolare rilievo nella materia in esame dove le tradizionali remore e resistenze verso l'attribuzione di poteri di ampia autotutela in favore del creditore scaturenti dal divieto del patto commissorio hanno trovato la loro ragione anche nel divieto morale e religioso dell'usura.

Nello specifico ambito dei contratti di garanzia finanziaria quelli di protezione e di informazione costituiscono obblighi accessori all'obbligazione di restituzione la quale, come rilevato, rappresenta “l'obbligazione in senso proprio del creditore”²⁸⁷. E' noto come la

²⁸⁵ Il co. 1 dell'art. 532 c.p.c. è stato sostituito dall'art. 2, co. 3, lett. e) n. 16 del D.L. 14 marzo 2005, n. 35 convertito, con modificazioni, nella L. 14 maggio 2005, n. 80, come modificato dall'art. 8, co. 1, D.L. 30 giugno 2005, n. 115 convertito, con modificazioni, nelle L. 23 febbraio 2006, n. 51 e dall'art. 9, co. 1, L. 24 febbraio 2006, n. 52 a decorrere dal 1° marzo 2006.

²⁸⁶ Si tratta dei *Nachvertragliche Pflichten*: CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione, cit., passim*; BRECCIA U., *op. cit.*, 369 ss.

²⁸⁷ MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria, cit.*, 759.

dottrina moderna in materia di rapporto obbligatorio “configura quest’ultimo oramai come una struttura complessa nella quale, attorno al nucleo costituito dall’obbligo di prestazione, si situano obblighi accessori, posti a tutela di interessi altri, non solo del creditore ma anche del debitore, ai quali l’attuazione del rapporto obbligatorio potrebbe arrecare lesione”²⁸⁸.

In effetti come tutti gli obblighi di protezione anche quelli incombenti in capo al *collateral taker* hanno un rilievo autonomo rispetto all’adempimento della prestazione oggetto dell’obbligazione restitutoria la quale è meramente eventuale dipendendo, in particolare, dalla presenza di un esubero sul realizzo della garanzia: gli obblighi di protezione prescindono, infatti, dalla sussistenza dell’obbligazione principale di prestazione²⁸⁹.

Pertanto, l’obbligo di protezione dei beni altrui - nel senso di realizzare la garanzia evitando un danno al patrimonio del debitore o *economic loss* - sussiste e va valutato nel suo esatto adempimento a prescindere dal conseguimento di un esubero; ed è proprio in riferimento all’adempimento di tale obbligo che viene in rilievo il

²⁸⁸ CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 781.

²⁸⁹ Chiarisce CASTRONOVO, *L’obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni*, t. 1, Milano, 1995, 219, che “l’obbligazione, diventata rapporto complesso, non coincide più con il solo obbligo di prestazione ma si arricchisce di una serie di obblighi accessori, che possiamo ben dire obblighi di diligenza, i quali addirittura possono preesistere o sopravvivere all’obbligo di prestazione e comunque non necessitarne”; la figura dell’obbligazione senza obbligo primario di prestazione è stata recepita anche dalla Suprema Corte: Cass. 22 gennaio 1999, n. 589, in *Corr. Giur.*, 1999, n. 4, 441 ss., con nota di DI MAJO A., *L’obbligazione senza prestazione approda in cassazione*, in *Contratti*, 1999, 999 ss., con nota di GUERINONI E., *Obbligazione da “contatto sociale” e responsabilità contrattuale nei confronti del terzo*; in *Foro it.*, I, c. 33332, con note di DI CIOMPO F.; v. pure LARENZ K., *Lehrbuch des Schuldrechts*, vol. 1, München, 1987, 138-141.

criterio della ragionevolezza commerciale la cui censura *ex post* è rimessa alla valutazione del debitore ovvero dell'organo della procedura concorsuale, peraltro entro termini ristretti, mediante l'investitura dell'autorità giudiziaria.

E' stesso la legge a preoccuparsi di codificare alcuni di tali obblighi. In particolare, come anticipato, l'art. 8 ult. co. del Decreto prevede che il creditore pignoratizio informi immediatamente per iscritto il datore della garanzia ovvero gli organi della procedura (di risanamento o di liquidazione) in merito alle modalità di escussione adottate e all'importo ricavato, dovendo restituire contestualmente l'eccedenza²⁹⁰.

Nonostante il riferimento al "ricavato" potrebbe far ritenere che l'obbligo in discorso sussiste soltanto nell'ipotesi in cui il *collateral taker* abbia proceduto all'esercizio dei poteri di autotutela mediante vendita, si ritiene che l'obbligo di informazione permanga pure nelle ipotesi di autotutela mediante appropriazione e utilizzo del *collateral*²⁹¹.

²⁹⁰ L'obbligo di informazione contemplato dalla disposizione è un vero e proprio obbligo di rendiconto assimilabile per certi versi a quello discendente dalla disposizione generale di cui all'art. 1713 c.c. per le fattispecie gestorie *in rem propriam* ed in particolare dalla cessione dei beni ai creditori (art. 1983 c.c.) (per la possibilità di un'approvazione tacita del rendiconto da parte del debitore cedente, v. App. Trieste, 24 luglio 1952, in *Giust. civ.*, 1953, 465; sempre in relazione alla cessione dei beni ai creditori, per la possibilità di pattuire che il rendiconto debba essere reso in termini periodici, v. Cass., 26 agosto 1982, n. 4719) ed il mandato irrevocabile all'incasso. Già in relazione alla vendita di cui all'art. 2797 c.c. si ritiene che all'alienazione delle cose ricevute in pegno il creditore debba osservare una condotta diligente tale da salvaguardare gli interessi del costituente il quale ha diritto al rendiconto (FAGGELLA G., *Il pegno commerciale, Commentario al codice di commercio*, Milano, 1927, 92; VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1929, 1807; per l'affermazione dell'obbligo del rendiconto in capo al creditore pignoratizio, v. pure REALMONTE F., *op. cit.*, 11). Per l'importanza dell'obbligo di rendicontazione là dove si innesta al rapporto di *agency* quello di credito tra *broker* e cliente, in un *marginal account*, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 95, nota 93.

²⁹¹ GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 120; ID., *Commentario, cit.*, 820-821.

L'importo ricavato, infatti, va inteso come “il risultato espresso in termini monetari di un procedimento valutativo”²⁹². Ciò vale specialmente in relazione all'appropriazione in quanto mentre la vendita si misura con un oggettivo riscontro di mercato, la prima, poiché atto unilaterale di traslazione proprietaria, potrebbe essere negativamente influenzata da una valutazione ribassista del creditore²⁹³, rilievo mosso a molti *collateral taker* durante la recente crisi di liquidità dei mercati finanziari, come si avrà modo di vedere *infra*.

Il creditore pignoratizio non potrà limitarsi a comunicare la modalità di escussione adottata, ma qualunque sia stata la scelta dovrà altresì informare il datore della garanzia e gli organi della procedura sugli importi ricavati (*rectius* ottenuti) facendo uso delle regole di valutazione concordate. Inoltre il riferimento alle modalità di escussione adottate ha ad oggetto i modi attraverso cui il creditore pignoratizio ha concretamente escusso la garanzia con la conseguenza che l'obbligo informativo ha in effetti un contenuto ancora più ampio, comprendendo “l'analitica descrizione dei passaggi seguiti dal creditore (ad es. il prezzo di uno strumento finanziario, determinato facendo riferimento ad uno specifico mercato, e ad un giorno ed ora di negoziazione, ecc.)”²⁹⁴.

Nel modello disegnato dal legislatore, se gli obblighi di protezione rilevano nella fase propriamente escussoria, gli obblighi di

²⁹² GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 120.

²⁹³ GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 40.

²⁹⁴ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 121; ID., *Commentario*, cit., 821.

informazione codificati dal legislatore all'art. 4 co. 2 rilevano nella fase successiva all'escussione. La *ratio* della disciplina esclude, infatti, di poter configurare in capo al *collateral taker* la sussistenza di obblighi di informazione preventivi in quanto ciò intralcerebbe il rapido realizzo della garanzia e la stessa efficienza dei mercati alla luce del fatto che il XVII *considerando* evidenzia la relazione della semplificazione delle modalità di realizzazione con la finalità di ordine macroeconomico di “salvaguardare la stabilità finanziaria e limitare gli effetti di contagio”²⁹⁵ (lo stesso riferimento al “ricavato” impedisce la configurabilità di obblighi informativi preventivi²⁹⁶).

La disposizione sull'obbligo di rendiconto deve considerarsi inderogabile dal momento che la stessa è posta a presidio dell'osservanza del criterio della ragionevolezza commerciale tanto è vero che la funzione dell'informazione è pure quella di far decorrere il breve termine di decadenza per la proposizione dell'azione giudiziaria di rideterminazione del dovuto di cui all'art. 8 co. 2.

Tale comunicazione assume particolare rilievo al fine di far valere in giudizio la violazione del criterio di ragionevolezza previsto all'art. 8 co. 1 del Decreto con rideterminazione del dovuto: infatti, qualora le condizioni di realizzo delle attività finanziarie non siano

²⁹⁵ L'esigenza di contemperare l'efficienza delle procedure con la tutela del soggetto concedente la garanzia è espressamente contemplata nel XVII *considerando* della Direttiva riportato *supra* a pag. 80. Già la Direttiva *settlement finality* aveva messo in luce che la “realizzabilità” è una caratteristica fondamentale della nozione di garanzia finanziaria [art. 2, lett. m) e art. 9, par. 1].

²⁹⁶ LAMANNA F., *op. cit.*, 781. In effetti tale esito è ricavabile già dalla Direttiva la quale all'art. 4 par. 4 prevede che è esclusa la possibilità per gli Stati membri, tra l'altro, di obbligare il creditore ad una preventiva comunicazione.

ragionevoli sotto il profilo commerciale, la relativa azione deve essere esperita nel breve termine di decadenza di tre mesi decorrente dalla comunicazione²⁹⁷. Oltre a tali tutele gli organi della procedura di liquidazione possono far valere entro sei mesi dall'apertura della procedura anche la violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale nella determinazione tra le parti delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie e i criteri di valutazione delle attività finanziarie e delle obbligazioni finanziarie qualora la determinazione sia intervenuta entro l'anno che precede l'apertura della procedura di liquidazione stessa (art. 8 co. 3 del Decreto).

3. LA RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE QUALE PARAMETRO PER L'APPLICAZIONE DEL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ E PER LA MISURAZIONE DELLO SFORZO DI DILIGENZA PROFESSIONALE IMPIEGATA DAL *COLLATERAL TAKER* NELL'ESERCIZIO DEI POTERI DI AUTOTUTELA.

Come visto nel capitolo II dedicato all'autotutela, il criterio della ragionevolezza è utilizzato nella Direttiva quale limite alle proprie disposizioni²⁹⁸ stabilendosi che la semplificazione delle regole che derogano ai requisiti di costituzione o escussione delle garanzia non pregiudicano “gli obblighi” stabiliti dalle stesse legislazioni nazionali

²⁹⁷ La ristrettezza del termine è coerente con il fine ultimo della normativa consistente nel conferire quanta più certezza possibile, nel più ristretto tempo possibile, alle relazioni finanziarie: GIRINO, *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 41.

²⁹⁸ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 168.

che il realizzo e la valutazione della garanzia finanziaria e il calcolo delle obbligazioni finanziarie garantite²⁹⁹ abbiano luogo in condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale.

Inoltre, il criterio della ragionevolezza commerciale si ricollega pure ai rapporti tra divieto del patto commissorio – la cui *ratio* viene ormai individuata nell’arricchimento ingiustificato nonché nel principio di proporzionalità tra credito e garanzia - e contratti di garanzia finanziaria, rapporti analizzati nel capitolo I. Non è un caso che – specialmente in relazione alla valutazione delle attività finanziarie e delle obbligazioni finanziarie garantite - la dottrina abbia chiarito come “la necessità che attraverso il contratto di garanzia finanziaria non si realizzi un ingiustificato arricchimento del *collateral taker* rappresenta infatti il tratto saliente della ragionevolezza commerciale”³⁰⁰: “di conseguenza, non potranno essere considerati ragionevoli la valutazione o il realizzo di una garanzia che comportino un ingiustificato arricchimento del creditore e in genere di una parte a danno dell’altra”³⁰¹.

Non è mancato comunque chi ha osservato che il richiamo ai criteri di buona fede e correttezza potrebbero risultare ultranei nel momento in cui il legislatore si affida alle risultanze di una sorta di *lex*

²⁹⁹ La valutazione dell’obbligazione finanziaria garantita avviene attraverso le dettagliate previsioni contenute nei *master agreement* per il meccanismo di *close-out netting* operante per il caso in cui si verifichi un *event of default* ovvero la *termination*: il valore delle obbligazioni finanziarie delle parti è allora calcolato secondo diverse procedure contenute nei contratti *standard* le quali generalmente hanno come obiettivo una corretta valutazione in conformità a quelli che sono i prezzi di mercato (ad es. richiedendo differenti quotazioni di prezzo in mercati predeterminati).

³⁰⁰ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 158-159.

³⁰¹ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 167.

mercatoria, desumibile dal concorso fra prassi internazionale e controllo delle Autorità di vigilanza a ciò preposte³⁰². Tuttavia, la ricostruzione del criterio di ragionevolezza commerciale è di grande importanza a prescindere dall'approvazione, ad opera delle predette istituzioni, degli schemi contrattuali. Infatti, come rilevato, non solo, “fintantoché le istituzioni incaricate non provvederanno all'individuazione degli schemi contrattuali, la più assoluta incertezza regnerà intorno al significato da attribuire alla <<ragionevolezza commerciale>>, locuzione ripresa pedissequamente dal calco anglosassone, ma priva di qualsiasi precedente nella nostra tradizione giuridica”³⁰³; ma anche perché si tratta di una presunzione semplice di ragionevolezza superabile in giudizio.

Nonostante la chiarezza della disposizione, la dottrina ha rimarcato la genericità della nozione di ragionevolezza commerciale e, soprattutto, l'impossibilità di stabilire con certezza quali, tra i vari obblighi previsti dalle legislazioni nazionali, siano posti a tutela di tali finalità³⁰⁴. E poiché lo stabilire quali tra i requisiti indicati dalla direttiva non incidano in alcun modo sulla ragionevolezza commerciale del realizzo e della valutazione delle attività finanziarie o sul calcolo delle obbligazioni finanziarie garantite sarà rimesso alla sensibilità del singolo

³⁰² MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 764, nota 51.

³⁰³ LAUDONIO A., *Le clause di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, cit., 557.

³⁰⁴ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 168; parla di nozione “amorfa” tale, di per se sola, da poter generare contenziosi HENRY R.A., *Derivative Securities In the Credit Crisis*, in *New York Law Journal-Securities Litigation & Regulation*, 7 luglio 2008.

interprete si temono interpretazioni fortemente limitative delle deroghe apportate ai requisiti indicati nell'art. 4 (4) della Direttiva³⁰⁵.

Secondo un'opinione, l'aggettivo "commerciale" che affianca la nozione di ragionevolezza troverebbe ispirazione nel vocabolario della finanza aziendale dove l'uso del concetto rappresenterebbe un elemento costante in una più ampia considerazione dell'esistenza di un "filo conduttore che, testimoniando il connotato sempre più interdisciplinare del pensiero giuridico, lega il diritto privato *lato sensu* inteso con la scienza dell'economia aziendale"³⁰⁶.

Secondo un'altra opinione vi sarebbe un parallelismo tra la ragionevolezza commerciale del Decreto e la nozione di *hardship* di cui all'art. 6.2.1. ss. dei *Principi UNIDROIT*³⁰⁷, portandosi al riguardo l'esempio della sopravvenienza consistente nella variazione del *rating*

³⁰⁵ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 168-169.

³⁰⁶ RICCI A., *op. cit.*, 74. Nella stessa direzione pare orientata altra dottrina la quale ha ritenuto che la ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 del Decreto rappresenterebbe uno *standard* di congruità finanziaria simile a quello individuato negli artt. 2467 in tema di finanziamenti dei soci e 2501-bis c.c. in tema di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (TROIANO S., *op. cit.*, 46, nota 40).

³⁰⁷ In particolare, è noto come i *Principi UNIDROIT* intendano la *hardship* come reintegrazione dell'equilibrio contrattuale così come dalle parti originariamente impostato (art. 6.2.3.): in questo caso si ritiene che la buona fede assolva alla sua funzione tipica di integrare o colmare quanto dalle parti non previsto: DI MAJO A., *Le obbligazioni*, in (a cura di) C. Castronovo e S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, II, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 150; v. pure CORAPI D., *L'equilibrio delle posizioni contrattuali nei Principi UNIDROIT*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 23 ss.]. Diversamente dai *Principi UNIDROIT*, i *Principi di diritto europeo dei contratti* (PDEC) elaborati dalla Commissione Lando prevedono che il giudice, ove le parti non raggiungano un accordo, possa modificare il contratto "affinché le perdite e i profitti derivanti dal mutamento di circostanze vengano distribuiti equamente tra le parti" (6:111) chiarendosi che "qui al principio di buona fede e correttezza spetti non già di integrare o colmare quanto dalle parti non previsto, magari seguendo la stessa impostazione che le parti hanno dato al loro assetto, quanto di procedere ad una distribuzione <<equa>> delle perdite e dei profitti, che può essere non riconducibile all'equilibrio divisato delle parti" (DI MAJO A., *Le obbligazioni*, cit., 150). Sulla clausola di *hardship* v. pure ALPA G. - ANDENAS M., *op. cit.*, 344 ss.

del titolo oggetto della garanzia³⁰⁸. Sennonché, il problema delle sopravvenienze pare poter essere fronteggiato attraverso le clausole di sostituzione o di integrazione previste dalla disciplina sulle garanzie finanziarie o anche attraverso la clausola di *close-out netting*³⁰⁹, ragion per cui più appropriato sembrerebbe, piuttosto, collegare la ragionevolezza commerciale di cui alla disciplina in discorso al concetto di *fair dealing* (condotta corretta) che, a sua volta, è strettamente legata alla nozione di buona fede³¹⁰. Non è un caso, del resto, che in ambiente di *common law* relativamente al § 9 dell'U.C.C. che contempla modalità di escussione della garanzia analoghe a quelle introdotte dalla disciplina

³⁰⁸ SARDO G., *op. cit.*, 617 ss. e 623, nota 42; adesivamente, BONFANTI F., *op. cit.*, 674.

³⁰⁹ LAUDONIO A., *Le clausole di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, *cit.*, 556 il quale ricorda quale *event of default* proprio il declassamento del *rating*.

³¹⁰ Come anticipato, secondo il § 9-102 U.C.C. (a) (43) “*good faith means honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing*”; v. pure § 9-102 (c) U.C.C. La nozione di *fair dealing* nei Principi UNIDROIT compare in tema di *gross disparity*, richiamando proprio i “*reasonable commercial standards of fair dealing*” (art. 3.10), formula che nella traduzione italiana dei Principi suona come “*criteri ordinari di correttezza nel commercio*”: tuttavia, è stato osservato che “tenendo ferma la nozione di *fairness* ovvero <<lealtà>> nella negoziazione e conclusione di un contratto, va altresì chiarito che non si tratta di affermare la necessità di considerare il criterio della buona fede, che è nozione diversa. Si vuole con questa nozione fare riferimento piuttosto ai canoni di correttezza propri degli ambienti professionali in cui operano le parti” (CORAPI D., *op. cit.*, 33); lo stesso Autore precisa che la formula si colloca pur sempre all’interno della problematica dell’equilibrio delle posizioni contrattuali in cui alla *fairness* risulta collegato anche l’eventuale intervento di adattamento del contratto o delle sue clausole squilibrate da parte del giudice (CORAPI D., *ibidem*; la *fairness* è ritenuta avvicinarsi alla nozione di correttezza di cui all’art. 1175 c.c.: ALPA G. - ANDENAS M., *op. cit.*, 403). Nei Principi di diritto europeo dei contratti, la nozione di *fair dealing* richiama l’“*eccessivo guadagno e ingiusto profitto*” (*excessive benefit or unfair advantage*) di una parte ai danni dell’altra (art. 4:109) (sul ruolo di tale previsione, v. VETTORI G., *Buona fede e diritto europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 926; i Principi di diritto europeo dei contratti prevedono la sanzione dell’invalidità ricollegandola non al mero squilibrio, richiedendosi piuttosto che il “vantaggio iniquo” o l’“ingiusto profitto” siano conseguenza dell’abuso della situazione di dipendenza, bisogno o debolezza della controparte in violazione del principio di buona fede e correttezza). Anche il *Draft Common Frame of Reference*, *cit.*, per la regolazione dei rapporti contrattuali B2B richiama il criterio dell’*unfairness* il quale è rappresentato dalla notevole deviazione dalla *good commercial practice*; inoltre, come criterio ulteriore, viene indicato il contrasto con i principi di buona fede e *fair dealing* (ROPPO V., *op. cit.*, 278, nota 50).

sulle garanzie finanziarie vi sia stato, già prima della riforma in vigore dal 1° luglio 2001, il richiamo della violazione dell'*implied covenant of good faith and fair dealing* quando l'esercizio inaspettato delle prerogative del creditore possa provocare il crollo economico del debitore³¹¹. Alla luce di tali premesse ricostruttive, non pare potersi condividere l'opinione di chi ritiene che nella disciplina sulle garanzie finanziarie il criterio della ragionevolezza sarebbe diretto anche ad operare una integrazione e perfino un adeguamento ad opera del giudice, delle previsioni pattizie eventualmente concordate dalle parti³¹².

Maggiormente pertinente appare allora l'altra opinione la quale ritiene che la ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 del Decreto, sia per le ipotesi di escussione della garanzia reale che per le ipotesi di trasferimento con funzione di garanzia, debba essere collegata al principio costituzionale di proporzionalità il quale, pertanto, viene ad essere utilizzato anche in senso orizzontale, come parametro di valutazione del regolamento di interessi da parte dei privati: "esso costituisce, dunque, uno strumento di controllo sugli eventuali abusi da

³¹¹ In *Dalton v. Educ. Testing Serv.*, 87, NY 2d 384, 389 (1994) si afferma come "[i]mplicit in all contracts is a covenant of good faith and fair dealing in the course of contract performance". Con speciale riferimento alla materia oggetto della presente ricerca, v. poi *The High Risk Opportunities HUB Fund Ltd. V. Credit Lyonnais and Société Générale*, Index no. 600229/00 (N.Y. Sup. Ct., 6 luglio 2005), 14 la quale ha deciso che Credit Lyonnais "failed to obtain adequate market quotations in good faith pursuant to section 14 of the Master Agreement because it interfered with the Market-makers' independence in valuing the NDFs as of the termination date": tale pronuncia ha stabilito che la modalità con cui devono essere ottenute le quotazioni implicano l'obbligo di *good faith* e *fair dealing*. Viene riportato quale esempio il caso in cui si verifica l'improvvisa interruzione di un finanziamento o il rifiuto di rifinanziare un prestito: VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari*, cit., 169, nota 163. Per i rapporti, nella *English Law*, tra *good faith*, *fair dealing* e *commercial reasonableness*, v. *supra*, le considerazioni della *Law Commission*, nota 258.

³¹² Per tale soluzione, v. invece, pure BONFANTI F., *op. cit.*, 675.

parte del creditore garantito sul debitore”³¹³. Secondo tale dottrina ragionevolezza e proporzionalità rappresentano entrambe espressione dell’esigenza che il contratto realizzi il risultato del giusto bilanciamento degli interessi delle parti. In tal modo il criterio della ragionevolezza commerciale consentirebbe di “misurare” la proporzionalità tra credito e garanzia nell’ambito del funzionamento della clausola marciana ai fini della determinazione dell’obbligazione restitutoria come dimostrato dai più recenti studi in materia di patto commissorio³¹⁴. Ciò vale soprattutto nell’attività di valutazione delle attività finanziarie e delle obbligazioni finanziarie garantite. Tale conclusione pare coerente con la funzione che il *commercially reasonable* ha tradizionalmente rivestito negli ordinamenti di *common law* ossia di criterio con cui si controllano gli usi commerciali: il giudice ha il potere di rigettare l’applicazione di un uso non *reasonable*. La problematica del controllo ad opera del giudice della ragionevolezza degli usi commerciali risulta essere stata affrontata nel nostro ordinamento in

³¹³ MARINO R., *La disciplina, cit.*, 210. Tale opinione si rifà all’elaborazione dottrinale che più in generale impiega il principio di proporzionalità nella direzione del controllo diretto nel rapporto contrattuale (PERLINGIERI P., *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 335 ss. e ID., in *Equilibrio delle posizioni contrattuali ed autonomia privata*, a cura di L. Ferroni, Napoli, 2002, 49 ss.).

³¹⁴ CIPRIANI N., *op. cit.*, 174 ss. Secondo BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *op. cit.*, 1538-1539, “un creditore che disponesse di una garanzia reale e potesse servirsi di questo privilegio per impoverire il patrimonio del debitore, e che avesse concluso un contratto di garanzia finanziaria con un potere privo di controlli nei confronti del proprio debitore, potrebbe facilmente violare i diritti degli altri creditori, senza portare alcun beneficio supplementare alla propria posizione. Proprio questo legame tra i vantaggi percepiti e il nocumento provocato ai terzi potrebbe essere di aiuto nella ricostruzione della ragionevolezza commerciale, come la situazione in cui si trovi chi stia traendo dei vantaggi per sé, non sproporzionati rispetto a quelli della media, né faccia incorrere soggetti terzi in una situazione notevolmente lesiva, cioè in buona sostanza non provochi ai terzi un danno ingiusto”.

una remota nota a sentenza di Vivante il quale, nel chiedersi appunto “se il giudice può respingere un uso perché lo reputa irragionevole” e “che deve intendersi per irragionevolezza dell’uso” paventava i rischi di arbitrio dovuti alla vaghezza della nozione “il cui significato può variare quante sono le menti dei giudici”³¹⁵.

Per quanto riguarda invece le condizioni di realizzo, la ragionevolezza commerciale imposta dall’art. 8 sembra costituire il parametro per misurare lo sforzo di diligenza professionale (art. 1176 co. 2 c.c.)³¹⁶ impiegato dal *collateral taker* nell’adempimento dell’obbligo

³¹⁵ VIVANTE C., nota a Cass. Roma, 2 aprile 1891, in *Foro it.*, 1891, I, 530 secondo la quale “è questione di diritto, e quindi proponibile in cassazione, il decidere se una consuetudine sia contraria all’onestà, alla ragione, alla pubblica utilità o ai buoni costumi?”. A commento della sentenza Vivante osservava: “valendosi di quelle facoltà il giudice porrà la propria ragione in luogo di quella dei commercianti e giudicherà di nuovi rapporti, che recano con sé la propria disciplina, secondo dottrine generali che la pratica ha ripudiato. Se si riflette che i giudici togati scambiano facilmente l’autorità della tradizione con quella della ragione, e pel loro ufficio ripugnano da ogni novità che non sia consacrata nella legge scritta, si capirà facilmente come, in nome della ragione, si minacci il libero svolgimento del diritto consuetudinario. Se si riflette ancora che, soppressi i giudici commercianti, l’onda della vita affaccendata dei traffici, non giunge alla coscienza dei giudici, se non per lente e confuse riflessioni, si capirà come sia necessario restringere, non di estendere il loro potere nell’apprezzare la legittimità degli usi. Non si dimentichi infine che le norme giuridiche sorte dall’uso per regolare gli affari commerciali fanno le veci di quei patti che i contraenti possono liberamente convenire fra loro di volta in volta per ogni singolo affare; e se il giudice deve applicare il contrario in tutto ciò che non è contrario all’onestà e al bene pubblico, non si sa capire perché, quando si tratta di applicare gli usi, che di quelle convenzioni fanno le veci, possa respingerli per ragioni di convenienza, di opportunità, di equità, le quali vanno messe in disparte, quando i contraenti hanno chiaramente espresso il loro volere. Il magistrato è senza dubbio custode dell’ordine pubblico e dei buoni costumi, ed esercita quotidianamente questo ufficio nell’interpretare le leggi, e cioè nel determinare quali sono imperative e quali meramente dispositive, cioè derogabili dai contraenti. Questo medesimo ufficio egli deve esercitarlo, sebbene in altro senso, nell’accogliere o nel respingere gli usi; ma fuori di là, il magistrato deve ritornare al suo modesto ufficio di interprete delle leggi o dell’uso, e come non può farsi il censore di una nuova legge e rifiutarsi di applicarla perché la reputa irragionevole, così non può rifiutarsi di applicare l’uso, legittimamente constatato, perché lo reputa irragionevole”.

³¹⁶ La diligenza professionale, come rilevato, non è una specie di diligenza, quanto l’assunzione accanto a quest’ultima, della perizia o capacità professionale a ulteriore requisito dell’esattezza della prestazione: CASTRONOVO C., *Commentario al codice civile*, a cura di P. Cendon, Torino, 1991, *sub* art. 1176, *passim*.

di protezione dei beni del *collateral provider* nell'esercizio dei poteri di autotutela³¹⁷. Qualora le attività finanziarie siano costituite da strumenti finanziari, ci si chiede se il parametro possa risolversi negli stessi fattori individuati per l'accertamento dell'esatto adempimento dell'obbligo di *best execution*³¹⁸, anche se va subito precisato che esula dagli obblighi del *collateral taker* qualsivoglia funzione gestoria e di investimento degli strumenti finanziari costituiti o trasferiti in garanzia in suo favore.

In tal modo, il criterio della “ragionevolezza commerciale” introdotto dalla disciplina sul *collateral*, analogamente a quanto statuito dalla più recente giurisprudenza statunitense successiva alla riforma del 2001, deve essere considerato un'ulteriore clausola generale la cui opera di “concretizzazione” è rimessa all'elaborazione giurisprudenziale³¹⁹.

³¹⁷ In relazione alle nozioni di *good faith* e *commercial reasonableness* viene chiarito che “a clear distinction is drawn between the general duty of good faith, which is broken only if there is ‘some dishonesty or improper motive, some element of bad faith’ and the duties of care owed in more specific circumstances. The secured party does not owe a general duty to use reasonable care when exercising its powers and in dealing with the assets of the mortgagor” (GREAT BRITAIN LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER NO 176, *cit.*, 62). Il riferimento al *duty of care* è affermato pure da BENJAMIN J.- MAHER F., *op cit.*, 67 le quali osservano che “*the secured creditor exercising a power of sale is under an equitable duty of reasonable care to obtain the true market value of the collateral assets?*”.

³¹⁸ Il criterio-guida della *best execution* impone alle imprese di investimento l’“obbligo di esecuzioni alle condizioni migliori, in modo da garantire che esse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente” (considerando n. 33 della Direttiva MiFID); per l’analisi di tale criterio operativo anche nel vigore della disciplina previgente v. CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, *cit.*, 173 ss.; sull’obbligo, v. pure FAUSTINI E., *L’eliminazione dell’obbligo di concentrazione nella Direttiva Mifid*, novembre 2008, in www.archivioceradi.it, 1 ss. Anche dalle opinioni espresse personalmente dalla Prof.ssa Rita Moroni e dal Prof. Michele Graziadei è emerso come non ci sia dubbio che esistano alcuni elementi di analogia, almeno sotto il profilo concettuale tra il criterio della “ragionevolezza commerciale” e quello della *best execution* nei termini in cui è interpretata dalla MiFID: non a caso la Direttiva, all’art. 21 – che disciplina, appunto, la *best execution* – impone alle imprese di investimento di adottare “*tutte le misure ragionevoli?*” per ottenere il miglior risultato possibile per i propri clienti.

³¹⁹ GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 310. In linea generale, che l’accertamento della ragionevolezza commerciale inerisca ad una questione di fatto è stato espressamente

Oltre che nei *master agreement*³²⁰, l'art. 8 del Decreto ha una chiara e diretta ascendenza nell'U.C.C. il quale, come anticipato, a sua volta aveva ispirato il Progetto di convenzione internazionale elaborato dall'Unidroit per la costituzione di garanzie su alcuni beni strumentali di alto valore destinati ad essere trasportati da uno Stato ad un altro (*Preliminary Draft UNIDROIT Convention on International Interest in Mobile Equipment*)³²¹. In particolare, anche per quanto riguarda il criterio della ragionevolezza commerciale, il referente normativo è costituito dall'art. 9 dell'*Uniform Commercial Code* il quale prevede che i poteri di autotutela debbano essere esercitati “*in a commercially reasonable manner*”³²².

L'U.C.C. stabilisce, infatti, che il creditore proceda nel modo più rapido e meno formale possibile ma poi la sua azione venga assoggettata, a richiesta del debitore, ad uno scrutinio di legittimità da parte delle corti³²³.

La disciplina sui contratti di garanzia finanziaria non chiarisce cosa debba intendersi per ragionevolezza commerciale e pertanto, in assenza di riferimenti, utili possono essere i richiami alle *guidelines* per la determinazione della *commercial reasonableness* previste per l'escussione

ribadito nella giurisprudenza successiva alla riforma dell'U.C.C. [ad es., tra le altre pronunce, in *Lister v. Lee-Stafford Investments, L.L.P.*, S.W. 3d, 2006 WL 798005 (Tex. App. 2006)].

³²⁰ V., ad es., il paragrafo 4 (b)(i) dell'Annex V al *Master Repurchase Agreement* il quale richiede che ogni vendita delle garanzie oggetto del contratto venga effettuata “*in a recognized market (or otherwise in a commercially reasonable manner) at such prices as the nondefaulting party may reasonably deem satisfactory*”.

³²¹ Il testo è rinvenibile in VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari*, cit., 337 ss. Sul progetto, v. gli Autori citati da MACARIO F., *I contratti*, cit., 86, nota 4.

³²² E' evidente la diretta ascendenza rispetto all'U.C.C. se solo si considera la versione inglese della Direttiva la quale prevede che “*realisation or valuation of financial collateral and the calculation of the relevant financial obligations must be conducted in a commercially reasonable manner*”.

³²³ CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, cit., 156-157.

della garanzia nell'U.C.C. mediante *disposition* del *collateral* nella versione successiva alla riforma del 2001³²⁴.

Il § 9-610 subsec. B) stabilisce che “ogni aspetto dell'atto di disposizione del *collateral*, compreso il metodo, le modalità, il tempo, il luogo e gli altri profili deve essere ragionevole sotto il profilo commerciale”³²⁵. Precisa tuttavia il § 627 subsec. A) che “la circostanza che un ammontare più elevato avrebbe potuto essere ottenuto da una riscossione, esecuzione, atto di disposizione o accettazione in un tempo diverso o secondo un metodo diverso da quello scelto dalla parte garantita non è di per sé sufficiente per escludere la parte garantita dal ritenere che la riscossione, l'esecuzione, l'atto di disposizione o di accettazione sia stato realizzato in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale”³²⁶. Il § 9-627 subsec. B) prevede ancora che “l'atto di disposizione del *collateral* è effettuato in modo ragionevole sotto il profilo commerciale se lo stesso: 1) è eseguito secondo una modalità usuale su un mercato riconosciuto; 2) ad un prezzo corrente su un mercato riconosciuto al momento della disposizione; 3) ovvero, altrimenti, in conformità alle prassi ritenute ragionevoli sotto il profilo commerciale tra i venditori nel tipo di bene oggetto della disposizione”³²⁷.

³²⁴ Il § 610 U.C.C. prevede che, dopo il verificarsi di un evento di *default*, “a secured party may sell, lease, license or otherwise dispose of any or all of its collateral in its present condition or following any commercially reasonable preparation or processing”.

³²⁵ “every aspect of a disposition of collateral, including the method, manner, time, place, and other terms, must be commercially reasonable”.

³²⁶ “The fact that a greater amount could have obtained by a collection, enforcement, disposition, or acceptance at a different time or in different method from that selected by the secured party is not itself sufficient to preclude the secured party from establishing that the collection, enforcement, disposition, or acceptance was made in a commercially reasonable manner”. Dall'opinione espressami personalmente dalla Prof.ssa Rita Moroni emerge che tutto ciò riflette, anche se in misura molto più debole, lo spirito della MiFID che richiede agli intermediari la migliore esecuzione non in senso assoluto, ma relativamente alla propria politica che devono esplicitare.

³²⁷ “A disposition of collateral is made in a commercially reasonable manner if the disposition is made: (1) in the usual manner on any recognized market; (2) at the price current in any recognized market at the time of the

Si è già precisato nel primo capitolo che l'art. 1, co. 1, lett. c) del Decreto, qualificando quali attività finanziarie suscettibili di formare oggetto dei contratti di garanzia, anche le altre attività accettate a garanzia delle operazioni del sistema delle banche centrali europee e dei sistemi di regolamento, fa sì che la nozione di *collateral* possa abbracciare anche beni diversi dagli strumenti finanziari e dal contante così ricomprendendo pure i metalli preziosi (relativamente al SEBC) e – in forza del rinvio all'art. 1, co. 1, lett. r) del D.Lgs. n. 210 del 2001 di attuazione della Direttiva *Settlement finality* sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o regolamento titoli - le “*altre attività prontamente realizzabili da chiunque e in qualunque modo*” in cui può rientrare “qualsiasi bene o credito appartenente a un soggetto economico, senza possibilità di stabilire se debba trattarsi di diritti di natura finanziaria o altro (es. beni mobili, quali potrebbero essere i metalli preziosi, o un quadro), di un bene singolo o di un complesso di beni o di altro ancora”³²⁸. E' evidente che, ai fini della ricostruzione della nozione di ragionevolezza commerciale, di rilievo sarà considerare la specifica natura dei beni che formano il *collateral* e dei relativi mercati di riferimento.

Anticipando le considerazioni svolte *infra* ci si chiede se, qualora le attività finanziarie concesse in garanzia siano costituite da strumenti

disposition; or (3) otherwise in conformity with reasonable commercial practices among dealers in the type of property that was the subject of the disposition?. Tale ultima previsione è conforme allo spirito della Direttiva *Collateral* dal momento che fa riferimento ad un tipo di esecuzione conforme alle consuetudini di mercato, alle pratiche commerciali correnti o al prezzo corrente sul mercato.

³²⁸ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 66.

finanziari, la ragionevolezza commerciale nell'escussione del *collateral* possa essere ricostruita alla luce degli stessi criteri elaborati per valutare l'adempimento dell'obbligo di *best execution*; anche per la valutazione della ragionevolezza commerciale del realizzo viene, infatti, utilizzato un criterio multidimensionale, analogo al principio della c.d. "*total consideration*" previsto per l'obbligo di *best execution*³²⁹, in cui il prezzo dello strumento finanziario assume rilievo solo relativo: si è visto infatti come il § 9-610 U.C.C. ai fini dell'accertamento dell'osservanza del criterio di ragionevolezza commerciale imponga di considerare "*every aspect of disposition*" inclusi "*method, manner, time, place, and other terms*", previsione su cui, in linea generale, si è soffermata pure la giurisprudenza statunitense successiva alla riforma del 2001³³⁰. Anche al fine di stabilire se l'escussione della garanzia sia avvenuta in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale non sembra che occorra fare

³²⁹ Sul punto, v. CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 175 ss. L'art. 21 della Direttiva MiFID – recepito dal Regolamento Consob n. 16190/2007 - prevede che gli intermediari devono adottare tutte le misure ragionevoli per realizzare, quando eseguono ordini "il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione". Come viene ricordato, l'espressione *best execution* "non si riferisce soltanto ad un singolo attributo dell'esecuzione, come ad esempio il prezzo, ma si lega ad un vettore di elementi" (MORONI R., *La <<best execution>> degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca, impresa, società*, 2006, 3, 359) divenendo così una definizione "multidimensionale" (CERVONE E., *L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale*, Intervento al Convegno di Desenzano sul Garda del 23 ottobre 2004, rinvenibile sul sito www.consob.it, ripreso da SEPE M., *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. 2, Padova, 2005, 747, testo e nota 19; FAUSTINI E., *L'esclusione*, cit., 16): più in particolare si osserva che "la ricerca della *best execution* non va limitata solo all'individuazione del miglior prezzo o del prezzo espresso dal mercato in cui il processo di *price discovery* è più efficiente [...] stabilire *tout court* che in un determinato mercato le condizioni di esecuzione sono migliori rispetto a un altro solo perché vi si registrano quotazioni migliori, significa non tenere in conto che il processo di *trading* ha molteplici dimensioni" (MORONI R., *op. cit.*, 375-376).

³³⁰ *Lister v. Lee-Stafford Investments, L.L.P.*, cit.

riferimento esclusivo al prezzo di realizzo, dovendosi, altresì, tenere conto, ad es., anche dei *trading costs* nelle varie componenti (cioè commissioni, *price impact*, *timing cost* e *opportunity cost*); del tempo di esecuzione; della dimensione della negoziazione; se lo scambio sia avvenuto o meno sul mercato dei blocchi³³¹; di elementi estranei al contratto, ma inerenti ad altri rapporti giuridici esistenti tra le parti contraenti come nel caso di contratto di garanzia finanziaria stipulato tra due società appartenenti allo stesso gruppo bancario e questo alla luce della teoria dei vantaggi compensativi la quale imporrebbe di tenere conto dell'assetto globale dei rapporti intercorrenti tra i due soggetti³³²; ecc. In particolare si ritiene che, oltre che condizionare la scelta della sede di negoziazione, il criterio di ragionevolezza commerciale potrebbe, in relazione alle circostanze del caso concreto, anche “costringere il creditore a scegliere, per la vendita del *financial collateral*, un compratore diverso dalle sue normali controparti di mercato qualora queste offrano un prezzo non allineato con quello ottenibile, a parità di tutte le altre condizioni, presso altri compratori”³³³; come pure, ai fini dell'accertamento dello *standard*, potrebbe rilevare la circostanza che il *collateral taker* nell'esercizio dei poteri di autotutela abbia venduto la garanzia finanziaria in posizione di

³³¹ Come visto alla nota 275, la dimensione della negoziazione ha effetto sui prezzi, per cui in caso di grandi quantitativi non è la stessa cosa vendere sul mercato dei blocchi o su quello *retail*. In particolare, la negoziazione sul mercato dei blocchi evita gli effetti connessi al *market impact*, cioè la riduzione del prezzo di mercato generata dall'immissione di ordini di vendita di grandi dimensioni.

³³² SARDO G., *op. cit.*, 623-624.

³³³ GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 167, nota 3.

controparte diretta fungendo da internalizzatore sistematico piuttosto che su *trading venues* alternative quali i mercati regolamentati ed i sistemi multilaterali di negoziazione la frammentazione dei mercati aumenta infatti il rischio di *Agency problem*); oppure potrebbero rilevare, per ciascun singolo mercato, le c.d. applicazioni ossia la circostanza che il *collateral taker* abbia immesso una proposta di negoziazione, ad es., senza limite minimo al prezzo di vendita – “a prezzo d’asta”, durante la fase di pre-asta, ovvero “al meglio” durante la fase di negoziazione continua (*market order*) – qualora le condizioni di mercato non erano a tal punto illiquide da giustificarlo e tanto da aver dato luogo ad un’operazione ad un prezzo troppo basso³³⁴; ancora, potrebbero assumere importanza, sempre in relazione ai singoli mercati, i c.d. parametri di validità che specificano le modalità di esecuzione delle proposte relativamente all’esito dell’ordine al tempo e alla fase di mercato; ovvero, infine, la circostanza che il *collateral taker* abbia venduto l’intero blocco degli *asset* in garanzia anziché procedere ad una vendita parcellizzata, ecc.³³⁵

³³⁴ L’immissione di un ordine di vendita con limitazione di prezzo (*limit order*) consente di concentrarsi, invece, sul vero valore di uno strumento finanziario e di scartare i prezzi peggiori, frutto delle oscillazioni di mercato a breve periodo. L’immissione di un ordine di vendita *stop* (*stop order*) fa sì che l’ordine diventi *market order* quando la quotazione raggiunge un limite specifico: per evitare che, rispetto al limite specifico, si abbia un prezzo migliore o peggiore rispetto a quello prefissato, soprattutto in presenza di un’elevata volatilità, si può utilizzare la combinazione *stop limit order* cioè fissare un prezzo per lo *stop* e uno per il *limit* (che possono anche coincidere): se la quotazione non soddisfa i due requisiti, l’ordine non viene eseguito (LIERA M.– BELTRATTI A., *op. cit.*, 133; sui vari tipi di ordini, v. pure COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 83-84).

³³⁵ Secondo l’opinione espressami dalla Prof.ssa Rita Moroni, la circostanza che il *collateral taker* abbia operato come internalizzatore sistematico piuttosto che su *trading venues* alternative; l’immissione di una proposta di vendita “al meglio”; i particolari parametri di validità, ecc. sono tutti elementi di cui si dovrebbe tenere conto nel valutare l’osservanza dello *standard* di

Sia l'art. 8 del Decreto che l'art. 9 U.C.C. non specificano il momento in cui la parte garantita deve disporre del *collateral* allorché si verifiche un *event of default*.

Considerando che il requisito della ragionevolezza commerciale deve essere valutato tenendo conto del “*metodo, modalità, tempo, luogo e altri profil*”, il commento ufficiale chiarisce che, se una parte garantita non procede secondo la sezione 9-620 e trattiene il *collateral* per un lungo periodo di tempo senza disporre in assenza di una buona ragione per non esercitare i poteri di autotutela in via immediata, alla parte garantita può essere mossa la contestazione di non aver agito in maniera “commercialmente ragionevole” e questo anche alla luce dell’obbligo generale di buona fede.

Proprio in forza del fatto che la nuova normativa prevede forme di autotutela rapide ed informali, sempre in riferimento al tempo dell’esercizio dei relativi poteri è stato osservato che la capacità di rispondere efficacemente all’evento di *default* è cruciale per il *collateral taker*: la velocità dell’intervento efficace è particolarmente importante nei mercati in crisi che possono condurre sia al *default* che alla svalutazione rapida del *collateral*³³⁶.

ragionevolezza commerciale. In questi casi il *collateral taker* dovrebbe essere tenuto a comportarsi con la stessa diligenza che userebbe se eseguisse un ordine di un qualsiasi cliente. In altri termini, sempre secondo la Prof.ssa Moroni, il *collateral provider* potrebbe sollevare le stesse obiezioni di un cliente che non si ritenesse soddisfatto delle condizioni alle quali un suo ordine di vendita è stato eseguito. Si ritiene inoltre che ai fini della valutazione della ragionevolezza commerciale occorre tener conto di elementi estranei al contratto di garanzia finanziaria ma inerenti ad altri rapporti giuridici esistenti tra le parti contraenti come, ad es., quelli derivanti dall’appartenenza ad un medesimo gruppo bancario (SARDO G., *op. cit.*, 623-624).

³³⁶ BENJAMIN J. – MAHER F., *op. cit.*, 67.

Senonché, il commento ufficiale del § 9-610 (3) prevede che, ad es., può essere prudente, e quindi *commercially reasonable*, non disporre dei beni quando il mercato è crollato³³⁷; come pure, secondo quanto previsto dal § 9-610 (b), può essere più opportuno vendere un grosso quantitativo in piccoli blocchi durante un periodo di tempo invece di vendere in blocco tutti insieme i beni oggetto della garanzia.

4. RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE E FRAMMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI: *BEST PRICE*, *PROPER PRICE*, *TRUE MARKET VALUE* E *FAIR MARKET VALUE*.

Si è appena osservato che la disciplina sulle garanzie finanziarie non chiarisce cosa debba intendersi per condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale nel particolare settore dei mercati ove sono negoziate le attività finanziarie – specialmente gli strumenti finanziari – così aggravando i problemi interpretativi.

E' stato rilevato che una condizione ragionevole sotto il profilo commerciale potrebbe designare sia la semplice e intuitiva necessità che la realizzazione o la valutazione avvengano in modo conveniente dal punto di vista “commerciale” in senso stretto e quindi in termini economici³³⁸; ma potrebbe sottolineare anche la necessità di adeguare il

³³⁷ Il n. 3 del commento prevede “*be prudent not to dispose of goods when the market has collapsed*”. In effetti, in taluni casi, il *collateral taker* potrebbe decidere di evitare la vendita fino a che le condizioni di mercato non migliorino; in altre situazioni un atto dispositivo immediato potrebbe consentire di ottenere addirittura il *best price*.

³³⁸ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 167. Da tale punto di vista l'aggettivo “commerciale” pare assumere lo stesso significato che presenta nella disciplina del credito su pegno ove, quanto ai

giudizio di ragionevolezza ad un eventuale metro dei “commercianti” e, quindi, alle prassi esistenti in materia³³⁹.

La stessa dottrina ha chiarito che il criterio di ragionevolezza, in ogni caso “non deve essere ritenuto applicabile soltanto al contenuto economico delle condizioni di realizzo, ma anche alle modalità e ai criteri prescelti, dal punto di vista procedurale e processuale, per porre concretamente in essere il realizzo dei beni oggetto della garanzia finanziaria”³⁴⁰. Del resto, proprio l’art. 8 del Decreto impone che l’obbligo di informazione debba indicare anche le modalità con cui sia avvenuta l’escussione.

Anche per i mercati finanziari, l’introduzione del modello marciano e l’ampliamento dei poteri di autotutela del *collateral taker*

criteri che devono presiedere alla stima, l’art. 39 del R.D. n. 1279 del 1939 prevede che “*la stima deve essere fatta in base al valore commerciale delle cose offerte in pegno*”; per “valore commerciale” si intende infatti il “valore di mercato” della cosa al momento della stima (FALCONE G., *op. cit.*, 324) ed in questa prospettiva si è mossa pure la Suprema Corte (Cass., 25 luglio 1994, n. 6934, in *Riv. dir. comm.*, 1995, II, 283). Per GATTI S., *op. cit.*, 133, al fine di individuare il “valore commerciale” della cosa occorre far riferimento non soltanto al “valore di mercato della piazza al momento della stima”, ma anche ai “dati che emergono dalle precedenti vendite all’asta di pegni, gestite dall’istituto mutuante”.

³³⁹ GUCCIONE A.V., *I contratti*, *cit.*, 167.

³⁴⁰ GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 310. Anche in relazione all’obbligo di *best execution* è stato chiarito che, nella prospettiva di rendere effettiva la disciplina, è probabile che il nostro ordinamento si muoverà nella direzione di un obbligo dai connotati più “procedurali” che “comportamentali” (CERVONE E., *op. cit.*). In tale ottica procedurale (MORONI R., *op. cit.*, 368-369), al fine dell’osservanza degli obblighi di *best execution* per l’impresa di investimento, sono stati individuati i seguenti passaggi: 1) decidere a seconda della natura dei clienti, a quali fattori di esecuzione (prezzo, costi, velocità, ecc.) dare priorità e stabilirne l’ordine di importanza per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente; 2) in base a questi fattori, selezionare le possibili sedi di esecuzione per identificare quelle che consentirebbero di ottenere la *best execution*; 3) compiere i passi necessari per rendere possibile l’esecuzione degli ordini dei clienti presso queste sedi; 4) eseguire gli ordini dei clienti presso le sedi più idonee, effettuando la selezione caso per caso, vale a dire per ogni ordine ricevuto; 5) riesaminare periodicamente la scelta delle sedi tenendo conto della qualità dell’esecuzione ottenuta presso ciascuna di esse (MORONI R., *op. cit.*, 382).

potrebbero, tra l'altro, trovare spiegazione pure alla luce del criterio di lettura del divieto del patto commissorio secondo i principi dell'analisi economica del diritto. Al riguardo, pure ai fini della valutazione del criterio della ragionevolezza, nella particolare disciplina delle garanzie finanziarie sembra utile muovere dalla premessa di attenta dottrina la quale in relazione alla generale problematica del divieto del patto commissorio (e di conseguenza ai rapporti tra autonomia privata e autotutela che da quel divieto sono fortemente condizionati) ha già osservato come “in riferimento a beni per i quali esiste un *mercato perfettamente concorrenziale* le stipulazioni commissorie non sono affatto pericolose e ciò del tutto indipendentemente dal fatto che possa esistere la postulata molla psicologica la quale lo rende insidioso”: viene chiarito che “ovviamente qui si assume la nozione di mercato perfettamente concorrenziale nel senso tecnico di situazione di mercato che soddisfa la triplice condizione dell'esistenza di un *gran numero di compratori e di venditori*, talché le negoziazioni tra singoli operatori hanno un'influenza trascurabile sul prezzo; che le *merci* sono *omogenee* per cui ciascuna unità è identica alle altre; che non esistono dissimmetrie informative, nel senso che *tutti gli operatori conoscono le condizioni di mercato in misura sufficiente* per prevedere esattamente quale sarà il prezzo che pareggerà il mercato (*market clearing price*)”³⁴¹.

Inoltre, la fungibilità del bene “strumento finanziario” dato in garanzia affievolisce pure la rilevanza di quella che è stata considerata

³⁴¹ CANDIAN ALB., *Appunti dubbiosi*, cit., 179.

determinante ai fini dell'individuazione della *ratio* del divieto del patto commissorio, ossia speranza del riscatto del bene³⁴².

Tale criterio di lettura del divieto pare essere chiaramente sotteso al sistema dell'U.C.C. come si evince dal Commento ufficiale del § 9-627 subsec. B), ove, al fine di stabilire se l'escussione del *collateral* sia avvenuta secondo il parametro della ragionevolezza commerciale, si fa riferimento al “mercato riconosciuto” e alla fungibilità dei beni³⁴³; nonché del § 9-610 subsec. C), il quale consente che il creditore possa acquistare egli stesso il *collateral* in una vendita privata “*ma solo se il bene concesso in garanzia è della specie abitualmente venduta su un mercato riconosciuto o se è ampiamente distribuita ad una quotazione di prezzo standard*”³⁴⁴; lo stesso a dirsi per la formulazione della pattuizione

³⁴² Infatti, secondo un'opinione, la *ratio* del divieto non può essere individuata nel solo pericolo di sproporzione il quale, a ben vedere, risulta essere immanente a tutte le negoziazioni con effetti traslativi; si ritiene, allora, che la vera *ratio* del divieto del patto commissorio sia costituita dall'insidia rappresentata dalla speranza del riscatto: colui che si trova nella necessità di procurarsi rapidamente del numerario sarà accorto ove si tratti di alienare definitivamente un proprio bene, mentre la speranza di poterlo riscattare facilmente lo induce a scelte avventate: LUMINOSO A., *Alla ricerca degli arcani confini*, cit., 235.

³⁴³ Il commento ufficiale all'art. 9-627 prevede (4) ancora che “*come nella sezione 9-610 (c), il concetto di mercato riconosciuto contenuto nella sottosezione (b) (1) e (2) è abbastanza circoscritto; si applica soltanto ai mercati in cui vi sono quotazioni standardizzate di prezzi per beni che sono essenzialmente fungibili, come le borse*”.

³⁴⁴ Il commento ufficiale del § 9-610 dell'U.C.C. stabilisce (9) che “*per “mercato riconosciuto”, secondo l'espressione utilizzata nella sottosezione (c) e nella sezione 9-610 (d), si intende quello nel quale i beni venduti sono fungibili e i prezzi non sono soggetti a negoziazioni individuali. Per esempio la borsa di New York è un mercato riconosciuto. Un mercato nel quale i prezzi sono negoziati individualmente o in cui i beni non sono fungibili non è un mercato riconosciuto, anche se i beni sono soggetti a prezzi di listino ampiamente diffusi o se gli stessi sono alienati tramite negoziazioni all'asta*”. CHRISTOPHOROU P.L., *Foreclosure on Collateral under the UCC: Background and Current Issues*, negli Atti del Convegno organizzato a New York nei giorni 8-11 agosto 2008 dal UNIFORM COMMERCIAL CODE COMMITTEE OF THE BUSINESS LAW SECTION OF THE AMERICAN BAR ASSOCIATION, 14 si chiede se l'espressione del § 9-610 (c) “*widely distributed standard price quotation*” comprenda o meno i servizi di *pricing* dei prestiti bancari.

marciana che la Commissione Grimaldi aveva previsto nella riforma del 2006 nell'*avant-projet de texte* dell'art. 2348 *Code civil*, in materia di *gage*³⁴⁵.

Ove operi la regola della concentrazione delle negoziazioni (ma, invero, pure del consolidamento delle informazioni) i mercati finanziari sembrano corrispondere perfettamente al modello indicato e, pertanto, sembrano anche essere tali da escludere il pericolo sotteso al divieto delle stipulazioni commissorie. Infatti, per il bene “strumento finanziario” esiste un prezzo di mercato immediatamente accertabile³⁴⁶;

³⁴⁵ Era stato previsto che “può essere convenuto che il creditore diverrà proprietario di un bene oggetto di pegno a condizione che il suo valore possa essere determinato al tempo del trasferimento per mezzo di un procedimento obiettivo, come una quotazione sul mercato o una stima da parte di un esperto designato in via amichevole o giudiziaria. Qualora questo valore ecceda l'ammontare del credito garantito, il creditore deve al debitore una somma uguale alla differenza; se esistono altri creditori pignoratizi, il creditore deve consegnare loro tale differenza”: sul punto, v. FIORENTINI F., *op. cit.*, 1198. La disposizione risulta chiaramente ispirata all'elaborazione teorica di BUSSANI M., *Il problema del patto commissorio*, *cit.*, 269-270, nota 115.

³⁴⁶ Non può sfuggire come il riferimento ad una quotazione ricorre pure nella disciplina dell'assegnazione e della vendita nell'espropriazione mobiliare presso il debitore e nell'assegnazione e nella vendita della cosa data in pegno: infatti, la circostanza che i titoli di credito o le altre cose abbiano un valore risultante dal listino di Borsa o di mercato costituisce un presupposto per chiedere l'assegnazione dei beni (art. 529, co. 2, c.p.c.); analogamente, l'esistenza di un prezzo di mercato consente al creditore pignoratizio di chiedere la giudice o l'assegnazione della cosa (art. 2798 c.c.) o la vendita a prezzo corrente a mezzo di persona autorizzata a tali atti (art. 2797, co. 2, c.c.) secondo le modalità di cui all'art. 83 disp. att. c.c. V. pure, per l'ordinamento olandese, KEIJSER T., *Financial Collateral*, *cit.*, 126 e 281-282 il quale, in riferimento all'art. 3:250 (1) e (2) c.c., sottolinea che, qualora gli *assets* siano scambiati su un mercato, vi sono due fattori che garantiscono un prezzo obiettivo della vendita: il fatto che i prezzi sono normalmente trasparenti ed il fatto che la vendita viene eseguita da un *broker* o un intermediario professionale; lo stesso Autore analizza pure l'ordinamento tedesco ove, a differenza di quello olandese, è richiesto che l'intermediario sia indipendente (§1221 BGB); ne consegue che per l'ordinamento olandese qualora il *collateral taker* sia un intermediario questi potrà da sé soddisfare le proprie ragioni sulla garanzia pur non essendo indipendente; tuttavia, tale interpretazione viene criticata in quanto snatura la funzione dell'intermediario che è quella di “*obtaining a fair and objective price*” (282). Si consideri, poi, la previsione di cui all'art. 532, ult. co., c.p.c. il quale, per la vendita forzata a mezzo di commissionario, prevede che “*se il valore delle cose risulta dal listino di Borsa o di mercato, la vendita non può essere fatta a prezzo inferiore al minimo ivi segnato*”; nonché, per la vendita all'incanto, la previsione di cui all'art. 535, co. 1, c.p.c. secondo cui “*se il valore delle cose risulta da listino di Borsa o di mercato, il prezzo base è determinato dal minimo del giorno precedente alla vendita*”.

in secondo luogo gli strumenti finanziari hanno la caratteristica di non richiedere una contrattazione laboriosa essendo di immediata realizzazione³⁴⁷.

Si ritiene infatti che, nell'accertare l'osservanza del criterio della ragionevolezza commerciale in sede di esercizio dei poteri di autotutela mediante appropriazione, "la valutazione della garanzia dovrà avvenire in linea con il valore di mercato, da accertarsi oggettivamente nel momento in cui si verificano gli effetti dell'appropriazione"³⁴⁸. Una conferma proviene pure dall'*Artículo decimotercero* della Legge di attuazione spagnola della Direttiva *Collateral (Real Decreto-ley 5/2005 del 11 marzo 2005)* la quale fa espresso riferimento "*al valor actual de mercado de los valores negociables aportados como garantías*"; mentre l'art. 11 della legge lussemburghese (n. 5251 del 2005) distingue tra titoli quotati su un mercato regolamentato e altri titoli, per la determinazione del cui prezzo ricorre alla stima di un esperto, alla vendita all'asta o all'attribuzione giudiziaria.

Alla regola della concentrazione delle negoziazioni e del consolidamento delle informazioni, del resto, corrisponde, oltre che una maggiore liquidità, la presunzione di adempimento dell'obbligo di esecuzione alle migliori condizioni possibili³⁴⁹, compreso il prezzo: un sistema di concentrazione delle negoziazioni e di consolidamento degli ordini, infatti, almeno sotto il profilo del conseguimento dell'effettivo

³⁴⁷ CANDIAN ALB., *Garanzie mobiliari*, cit., 43 ss.

³⁴⁸ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune*, cit., 14.

³⁴⁹ CERVONE E., *op. cit.*

valore delle attività finanziarie dovrebbe di per sé assicurare la determinazione immediata di un prezzo di mercato <<oggettivo>> e ragionevole – ed anche *best price* considerato che, quando il mercato è chiuso, non può essere indicato alcun prezzo “migliore” - così in grado di giustificare l’intera disciplina derogatoria al divieto del patto commissorio³⁵⁰. In tali contesti sembrerebbero allora rilevare esclusivamente le problematiche legate al tempo ed alle modalità di esercizio dei poteri di autotutela, tenendo conto del momento in cui il *collateral taker* è venuto a conoscenza dell’*event of default* che lo ha legittimato alla vendita ovvero all’appropriazione della garanzia.

Senonché, anche sull’oggettività e ragionevolezza di tale prezzo di mercato pare incidere il processo di frammentazione delle negoziazioni degli strumenti finanziari³⁵¹ non accompagnato, allo stato,

³⁵⁰ GARDELLA A., *op. cit.*, 200. E’ stato chiarito che “nei sistemi caratterizzati dalla concentrazione l’obbligo di *best execution* si considera, infatti, normalmente assolto allorché l’intermediario esegue nel mercato regolamentato l’operazione disposta dal cliente oppure quando la negoziazione, pur avvenendo fuori mercato, è effettuata a prezzi uguali o migliori rispetto a quelli correnti nel mercato regolamentato. Nel momento in cui si elimina la regola della concentrazione e vi è una proliferazione dei sistemi di negoziazione, i prezzi che si formano nei mercati regolamentati potrebbero essere poco significativi, per cui potrebbe venire meno anche la loro funzione di parametro di riferimento per valutare la correttezza della condotta dell’intermediario nell’esecuzione dell’ordine del cliente. Tale verifica diviene ancor più difficile in assenza di un sistema che consenta agli operatori di venire a conoscenza, in un dato momento temporale, di quelle che sono le opportunità (e quindi le condizioni) di negoziazione che i vari sistemi offrono” [VELLA F. – RAGNO M., *L’organizzazione e la governance dei mercati e dei sistemi multilaterali di negoziazione nella nuova disciplina comunitaria*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 105; v. pure BOCCUZZI G., *op. cit.*, 80].

³⁵¹ Come è noto, infatti, in ambito europeo, attraverso la MiFID il legislatore comunitario supera definitivamente l’obbligo di concentrazione degli scambi su mercati regolamentati in favore di una concorrenza tra diverse piattaforme e sistemi di negoziazione nella convinzione che la competizione tra le *trading venues* possa condurre ad un miglioramento delle condizioni di investimento offerte al pubblico (CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, cit.*, 250 ss. e 286 ss.; FAUSTINI E., *L’esclusione, cit.*; MARCHESI M., *Concentrazione e internalizzazione degli ordini nelle esperienze europee*, in *Mondo bancario*, luglio-ottobre 2007, 33 ss.; TROIANO V., *Prime note in tema di*

da adeguati sistemi di consolidamento delle informazioni³⁵² i quali

“internalizzatori sistematici”, in *Mondo bancario*, novembre-dicembre 2007, 33 ss.; MORONI R., *op. cit.*, *passim*; GOBBO G., *Internalizzazione sistematica: problemi e risposte nella disciplina MiFID*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 1, 141 ss.). Le Direttive prevedono e disciplinano la possibilità per gli intermediari di organizzare accanto ai mercati regolamentati [il mercato regolamentato viene definito dall'art. 4 della Direttiva come un “sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base a regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alle disposizioni del titolo IIP” (ove è dettata la disciplina dei mercati regolamentati)] anche mercati non regolamentati, ossia sistemi multilaterali di negoziazione [l'art. 4 della Direttiva definisce sistema multilaterale di negoziazione quel “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro – al suo interno e in base a regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo IP”], ovvero di agire nella veste di internalizzatori sistematici, assumendo, quindi, posizioni proprie e trattando con il cliente in qualità di controparte [l'art. 4 della Direttiva definisce “internalizzatore sistematico” un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione]. I sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati sono regolati dagli artt. 77 bis ss. T.U.F. e 19 ss. del Regolamento Consob n. 164 del 2007. Sull'internalizzatore sistematico v. CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, *cit.*, 181 ss. Più in generale, sulle *trading venues* diverse dai mercati regolamentati, v. FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, *cit.*, 107 ss.; COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, 256 ss.; FEDERICI G., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 221 ss.; ONADO M., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Torino, 2008, 348 ss.

³⁵² Viene al riguardo ricordato come la trasparenza pre e post-negoziazione diviene efficace solo con il consolidamento delle informazioni pubblicate. Si pensi ad un'azione che è negoziata allo stesso tempo su più mercati regolamentati, su più sistemi multilaterali di negoziazione e su più internalizzatori sistematici. La raccolta in un unico contesto di tutte le informazioni pubblicate, relative a quella certa azione – riguardanti i prezzi, le proposte di negoziazione in essere e le negoziazioni concluse – consentirebbe un'analisi comparata di tutte le informazioni, mettendo gli intermediari in condizione di scegliere la sede di negoziazione dove eseguire l'ordine al miglior prezzo e facilitando anche, *a posteriori*, il controllo se abbiano, o meno, operato secondo i criteri della *best execution* e mettendo gli investitori in condizione di effettuare consapevoli scelte di investimento [MEIANI A., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 204 ss.; sull'importanza della trasparenza *post-trading*, in relazione alla vicenda dei mutui *sub-prime* v. pure le considerazioni di LINCiano N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 62, 2008, 17-18; sullo sviluppo di mercati alternativi sull'azionario, v. FIORINI A., *Broker cauti sulle <<nuove borse>>*, in *Borsa&Finanza*, 21 marzo 2009, 20].

E' stato chiarito che esistono tre possibilità alternative attraverso le quali implementare i requisiti di trasparenza: “la prima è creare un *limit order book* centralizzato (CLOB), la seconda istituire un sistema che consolidi le informazioni di tutte le *trading venues* e permetta agli operatori di interagire (*information and interaction system*) e la terza non imporre nulla e lasciare che siano le forze del mercato a creare i legami necessari” (FRANCHI M., *Best execution, multiple*

rappresentano l'“ineludibile premessa per la costruzione di un mercato il più possibile allargato nel quale la formula concorrenziale trova esplicitazione nella possibilità di raffrontare i prezzi che le sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e intermediari) sono tenute a rendere pubbliche”³⁵³. Le nuove normative sui mercati finanziari recentemente adottate in Europa e negli Stati Uniti (Direttiva MiFID e *Regulation National Market System* - NMS³⁵⁴) hanno entrambe, tra i loro fondamenti, l'esigenza di garantire le migliori condizioni per l'esecuzione degli ordini dei clienti in una situazione in cui esistono mercati in concorrenza tra loro.

Tuttavia, se negli Stati Uniti è stata imposta la creazione di una banca dati pubblica delle informazioni pre e post-negoziazione, lo stesso non è avvenuto con la normativa comunitaria la quale lascia all'azione delle libere forze di mercato lo stabilire le modalità di

trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 56, 2003, 4); soluzione quest'ultima seguita dalla MiFID. Laddove vi sia una frammentazione dei mercati il sistema di trasparenza migliore sarebbe sicuramente quello di creare un *limit order book* centralizzato: “questa scelta si sostanzia nella creazione di un mercato unico, al quale tutti gli ordini affluiscono, secondo un'unica regola di priorità temporale e un unico meccanismo di *price discovery*. E' di fatto un mercato completamente trasparente e centralizzato nel quale tutte le *trading venues* confluiscono per legge” (FRANCHI M., *ibidem*); tuttavia tale sistema “è un'ipotesi molto estrema e difficilmente implementabile date le resistenze dei soggetti che partecipano al mercato” (FRANCHI M., *ibidem*).

³⁵³ CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 294 il quale ricorda comunque il *considerando* n. XXXIV della Direttiva n. 2004/39/CE che richiede “agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento a livello europeo delle [...] informazioni e della relativa pubblicazione”. Ciò in quanto solo il raffronto tra i prezzi che le diverse sedi di negoziazione devono rendere pubblici può assicurare il gioco concorrenziale che è il fine ultimo della riforma (BOCCUZZI G., *op. cit.*, 81, richiamando ZADRA G., *Il futuro dell'Europa e il ruolo del sistema finanziario e dei pagamenti*, in *Bancaria*, settembre 2005).

³⁵⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Regulation National Market System* (NMS), Release No. 34-51808, 29 giugno 2005; in tema, v. PONZETTA G., *La normativa sul National Market System negli Stati Uniti e la competizione tra le borse mondiali*, in *Banca, impresa, società*, 2007, 3, 451 ss.

consolidamento, tra l'altro limitatamente agli strumenti finanziari azionari³⁵⁵. Pertanto, proprio l'obiettivo del potenziamento della

³⁵⁵ ANOLLI M. – FILIPPA L., *op. cit.*, 46. Operatori di mercato, agenzie di stampa, società di servizi e altri, possono intraprendere l'attività di consolidamento delle informazioni (MEIANI A., *op. cit.*, 205). In riferimento alle azioni, al fine di garantire che i partecipanti al mercato e gli investitori possano confrontare i dati, in particolare i prezzi, che i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i soggetti abilitati sono tenuti a rendere pubblici, l'art. 79-ter del T.U.F. ha affidato alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il compito di individuare, con un proprio regolamento, le misure volte ad eliminare gli ostacoli che possono impedire il consolidamento delle informazioni e la relativa pubblicazione; tale disciplina è contenuta negli artt. 30-31 del Regolamento mercati. Ai sensi del Regolamento le informazioni pre e post-negoziazione devono essere rese pubbliche appena conosciute a condizioni commerciali ragionevoli e in modo da essere facilmente conoscibili (art. 30 co. 1), durante l'orario di contrattazione (e devono rimanere accessibili fino al loro aggiornamento) (art. 30, co. 2). I problemi pratici di tale limitazione alle azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati dell'Unione Europea sono stati rimarcati nel quesito posto dall'ABI cui la COMMISSIONE EUROPEA ha dato risposta nel *DG Internal Market and Services working paper* del 13 novembre 2006 – *Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares*, in http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/feedback_statement_en.pdf.

La normativa comunitaria consente tuttavia agli Stati membri di prevedere un regime di trasparenza pre e post-negoziazione anche per strumenti diversi dalle azioni (obbligazioni, derivati, ecc.). Il legislatore italiano, nel recepire la direttiva ha affidato alla Consob (art. 79-bis, co. 2, T.U.F.), la scelta di estendere, mediante norme regolamentari, in tutto o in parte, il regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione agli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, quando ciò si renda necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni stesse a tutela dell'investitore. Viene ricordato che la scelta del legislatore si spiega con il fatto che in Italia, soprattutto con riguardo alle obbligazioni e in particolare ai titoli di Stato (che sono lo strumento finanziario preferito dai risparmiatori) sono presenti mercati regolamentati specializzati (quali MOT e MTS). Di conseguenza la mancata previsione di un regime di trasparenza per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni avrebbe significato una riduzione del livello di trasparenza rispetto alla normativa previgente in materia (MEIANI A., *op. cit.*, 206). Tuttavia, sottolinea la stessa dottrina, l'introduzione di un regime di trasparenza pre e post-negoziazione per strumenti finanziari diversi dalle azioni, se da un lato mantiene inalterato, rispetto al passato, il livello di informazione dei nostri investitori, dall'altro non deve accollare eccessivi obblighi informativi agli intermediari ed ai gestori italiani delle sedi di negoziazione, determinando per essi un aggravio dei costi di gestione e – quindi – uno svantaggio concorrenziale rispetto agli intermediari e ai gestori delle sedi di negoziazione di altri paesi comunitari. La Consob si è quindi limitata (artt. 32-34 del Regolamento mercati), a richiedere ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione (art. 32) e ai soggetti che intendono intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica su strumenti finanziari diversi dalle azioni (art. 33), l'individuazione – anche per tali strumenti – di adeguati requisiti di trasparenza pre e post-negoziazione, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, delle dimensioni delle operazioni e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.

Ai soggetti abilitati è invece richiesto dalla Consob (art. 34) di pubblicare, per le operazioni con un controvalore inferiore o pari a 500.000 euro, concluse al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un internalizzatore sistematico e aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni, le informazioni relative al giorno e all'ora della negoziazione, all'identificativo dello strumento finanziario, al prezzo e alla quantità dell'operazione conclusa. Se, invece, il controvalore dell'operazione conclusa è superiore a 500.000 euro, i soggetti abilitati devono rendere pubbliche almeno le informazioni relative al giorno e all'ora di negoziazione, all'identificativo dello strumento finanziario e al prezzo nonché l'indicazione che si tratta di un'operazione al di sopra di tale soglia.

Quanto alle iniziative per il consolidamento delle informazioni, in relazione alla situazione italiana, viene riportata la notizia che “Banca Acros (gruppo Bpm) si propone come “collettore” per indirizzare automaticamente gli ordini delle banche dove vi sono i prezzi migliori. Il suo *smart order router* (così si chiama in gergo), il Sabe, collega attualmente una ventina di piattaforme (tra cui Mot e Tlx) con altrettanti intermediari creditizi. Del circuito fanno parte tra gli altri, in aggiunta alla casa madre Bpm, anche Banca Sai e Popolare dell'Emilia. In un anno (a fine gennaio) gli scambi su Sabe sono cresciuti in media del 28%, la percentuale di eseguiti superava il 90% e in un numero significativo di casi la “best execution” viene realizzata su piattaforme diverse da quelle più gettonate dalle banche nelle loro policy “statiche” (Mot e Tlx)” (SABBATINI R., *Mifid a rilento per gli intermediari*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 febbraio 2009, 28). Un'iniziativa analoga è stata intrapresa da Banca IMI del gruppo Intesa San Paolo la quale ha presentato un *market hub*, “una piattaforma finanziaria che connette circa 300 clienti istituzionali con le più svariate piattaforme di negoziazione – sono circa 70 – su azioni, obbligazioni, derivati. L'obiettivo: servire al meglio gli interessi degli investitori (la *best execution*) eseguendo i loro ordini dove, in quel momento, vi sono le condizioni migliori per prezzi, probabilità e velocità di esecuzione [...] Sul piano pratico i cambiamenti più rilevanti sono attesi non sulle azioni – la gran parte della liquidità è ancora concentrata a Piazza Affari – ma sugli scambi obbligazionari dove la competizione tra piattaforme promessa dalla Mifid è in pieno corso” (SABBATINI R., *Banca Imi inaugura l'«hub» dei mercati*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 febbraio 2009, 34); “i maggiori benefici per gli investitori saranno più visibili sul mercato obbligazionario, che tradizionalmente è quello più frammentato e che vede, per lo stesso titolo emesso da una società, prezzi a volte molto distanti tra di loro sulle diverse borse. Market Hub consente agli operatori istituzionali di operare sui 70 principali mercati internazionali (equity, fixed income, derivatives) dall'Europa all'Asia ed è connessa a 15 network finanziari (tra i quali Bloomberg, Reuters, GLnet, SIA, SIA-SSB, Cedacri, Cse e Sec), che si aggiungono a tutti i mercati gestiti dal gruppo Intesa San Paolo, EuroTLX (MTF), RetLots Exchange (Internalizzatore Sistematico) e RetLots Pit (Internalizzatore Non-Sistematico). Al servizio risultano già connessi, oltre alle società del gruppo, oltre 300 operatori istituzionali che ottengono l'applicazione dinamica delle regole di best execution del singolo ordine” (LICCIARDELLO S., *Meglio con Market Hub*, in *Milano Finanza*, 28 febbraio 2009, 43); “ad oggi sul mercato obbligazionario sono attivi due mercati regolamentati (Mot e Tlx), due piattaforme multilaterali di negoziazione (EuroTlx e Himtf) e 21 internalizzatori sistematici (intermediari che eseguono in proprio gli ordini)” (LICCIARDELLO S., *op. cit.*, 43). Nell'articolo di SABBATINI R., *Banca Imi inaugura l'«hub»*, *cit.*, 34 sul presupposto che “Market Hub metterà in confronto diretto il Mot (mercato al dettaglio di Borsa Italia), Tlx (piattaforma di cui sono azionisti Intesa ed UniCredit) e Redlots (internalizzatore sistematico del gruppo Intesa)” ci si chiede: “ma il fatto che lo stesso gruppo creditizio possieda o sia importante azionista di tutte e tre le venus di negoziazione non crea conflitti di interesse? <<Al contrario li risolve – ha

concorrenza chiaramente enunciato nella Direttiva MiFID attraverso l'abolizione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni³⁵⁶, in assenza di un efficiente sistema di consolidamento delle informazioni è stato ritenuto insidioso per la *price discovery*, con il rischio che la liquidità complessiva dello strumento finanziario e la rappresentatività dei prezzi anziché aumentare si riduca³⁵⁷: sul punto si osserva che, per effetto della frammentazione, “non sono da escludere ripercussioni negative sul piano della liquidità la quale [...] ha effetti diretti sul cd. *bid-ask spread*, ossia sul differenziale che intercorre tra il maggior prezzo che un acquirente è disposto pagare ed il minor prezzo che un venditore è disposto ad accettare su un medesimo strumento finanziario”³⁵⁸. La mancata partecipazione alla *price discovery* di tutte le strutture ove possono avvenire le transazioni e l'esistenza di comportamenti di *free riding* da parte di alcuni intermediari che partecipano alle negoziazioni possono determinare, infatti, effetti negativi sull'efficienza della stessa *price discovery* e sulle condizioni di liquidità del mercato³⁵⁹.

osservato Munari [direttore generale di Banca Imi] – perché in automatico il sistema indirizzerà gli ordini dove ci sono i prezzi migliori>>”).

³⁵⁶ Su tale abolizione, v. CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 250 ss.

³⁵⁷ VELLA F. – RAGNO M., *op. cit.*, 104. Viene chiarito che “se definiamo *price discovery* come il meccanismo attraverso il quale i prezzi cambiano per incorporare tutte le informazioni relative agli strumenti finanziari e mostrare il loro “vero” valore, una *price discovery* imperfetta determina una discrasia tra i prezzi degli strumenti finanziari e il loro vero valore” (GOBBO G., *op. cit.*, 146).

³⁵⁸ CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 297.

³⁵⁹ FRANCHI M., *op. cit.*, 3; CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 174. Limitatamente alla situazione italiana, a più di un anno dall'entrata in vigore della MiFID, viene ricordato come nella loro *execution policy* per la clientela *retail* aggiornata al mese di novembre 2008 gli intermediari continuano ad indicare un'unica piattaforma di negoziazione che a loro giudizio è la migliore evitando – almeno in maggioranza – la scelta “dinamica” di volersi servire di più mercati in concorrenza così da eseguire gli ordini su quello che, di volta in volta, espone i prezzi migliori: “nel mercato azionario si tratta di una scelta inevitabile perché gli scambi si

Le criticità appena considerate sembrano riproporsi anche ai fini dell'accertamento dell'osservanza del criterio della ragionevolezza commerciale nell'escussione della garanzia da parte del *collateral taker*: si ripropongono in particolare problematiche analoghe a quelle sorte per l'accertamento dell'osservanza dell'obbligo di *best execution* le quali, per quanto innanzi considerato, si sono accentuate in presenza di una situazione di frammentazione dei mercati in assenza di un efficiente sistema di consolidamento delle informazioni. Resta il fatto che negli Stati Uniti, almeno in relazione all'accertamento dell'esatto adempimento dell'obbligo di *best execution*, "l'elemento prezzo continua comunque a rappresentare il principale parametro di riferimento"³⁶⁰. In

concentrano tuttora sulla Borsa Italiana. Ma nelle negoziazioni sui bond la situazione è differente con una pluralità di soggetti potenzialmente in concorrenza: due mercati regolamentati (Mot [della Borsa Italiana] e Tlx [di Unicredit e Intesa San Paolo]), due piattaforme multilaterali di negoziazione (Euro Tlx e Himtf) e ben 21 internalizzatori sistematici [...] In una rilevazione condotta nello scorso mese di settembre, Tlx/Eurotlx condivideva 270 obbligazioni con il Mot, 285 con Himtf (circuito del Banco Popolare) e 742 con Retlos (Banca Imi)" (SABBATINI R., *op. cit.*, 28; probabilmente la scelta dipende proprio dall'assenza di adeguati sistemi di consolidamento delle informazioni; lo stesso articolo riporta le dichiarazioni del commissario della Consob Michele Pezzinga il quale osserva che "c'è da chiedersi se davvero lo spirito della Mifid sia stato realizzato o se, al contrario, la già scarsa liquidità dell'obbligazionario corporate non si sia semplicemente dispersa su più sedi di esecuzione, spesso non in concorrenza tra loro a tutto svantaggio dei risparmiatori costretti a subire spread di negoziazione molto elevati a fronte di book di negoziazione poco consistenti. Soprattutto in questa fase di forti turbolenze di mercato, è invece fondamentale che il secondario funzioni in maniera efficiente". Alla luce della situazione descritta, secondo SABBATINI R., *Spagna e Svizzera vanno al sorpasso*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 4 nel comparto obbligazionario "gli italiani rappresentano già un benchmark e potrebbero più agevolmente espandersi all'estero se la Mifid fosse modificata per allargare alle obbligazioni le medesime regole di trasparenza che sono state imposte sulle transazioni azionarie".

³⁶⁰ CERVONE E., *op. cit.* Esclude che nell'ordinamento europeo la *best execution* si esaurisca nella regola del miglior prezzo CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, *cit.*, 175 richiamando pure DE MARI M. – SPADA L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 145. Nell'ordinamento statunitense, invece, la SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Regulation National Market System*, *cit.*, ha specificato che le "migliori condizioni" equivalgono al miglior prezzo. Come viene ricordato al riguardo, gli operatori hanno cercato di trarre regole di condotta basandosi su casi pratici come quello *Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, (3th Cir., No. 96-5045,

particolare, dove la regola della concentrazione, già prima del recepimento della Direttiva MiFID, non esisteva, come ad es. nel Regno Unito e nei Paesi Bassi³⁶¹, si richiedeva a proposito del prezzo di esecuzione che questo fosse almeno pari a quello presente nello stesso momento sul mercato dominante per transazioni della medesima specie e dimensione³⁶². L'art. 27 della MiFID, riguardante l'attività di internalizzazione, impone agli intermediari di fare riferimento alle condizioni di prezzo prevalenti sul mercato.

Pure nel sistema del § 9 U.C.C. il prezzo pare comunque assumere una sia pure relativa posizione di rilievo nell'accertamento dell'osservanza del criterio della ragionevolezza commerciale, anche se è evidente, da un lato, che non può esigersi dal *collateral taker* il conseguimento del miglior prezzo in assoluto³⁶³; dall'altro, che un

30 gennaio 1998) rinveniente in <http://lv.bna.com/lv/19980210/955045.htm> ove la corte individuò una violazione dell'obbligo di *best execution* da parte di tre *broker-dealer* i quali avevano eseguito gli ordini del cliente alle condizioni del *National Best Bid and Offer* (NBBO, sistema che consente di consolidare la totalità delle proposte di negoziazione su un titolo presenti nelle borse USA), nonostante fossero disponibili prezzi migliori su alcuni *Electronic Communications Network* (ECN) – corrispondenti ai sistemi di scambi organizzati o sistemi multilaterali di negoziazione - o via *SelectNet* (MORONI R., *op. cit.*, 355, nota 12; per altri casi in cui si fa riferimento al conseguimento del *best price* si rinvia alla pronuncia citata).

³⁶¹ L'obbligo della concentrazione degli scambi oltre che in Italia vigeva anche in altri Paesi europei come la Spagna, il Belgio e la Francia.

³⁶² MORONI R., *op. cit.*, 358. Ricorda GOBBO G., *op. cit.*, come la Commissione Europea avesse già espresso l'opinione che la *best execution* si realizza quando l'ordine è eseguito “*at a price equal or better than that prevailing on the “regulated market”*” (167, nota 125). La previsione che fa riferimento alle condizioni di prezzo prevalenti sul mercato è contraddetta dal fatto che, come ammesso dalla stessa Commissione, l'internalizzatore riduce la liquidità sul mercato di riferimento, e quindi lo priva di rappresentatività, cosicché è poco significativo rimandare alle “prevalenti condizioni di mercato” (GOBBO G., *op. cit.*, 167).

³⁶³ E' questa la conclusione cui si perviene dalla lettura del § 9-627 subsec. A) - per il quale il fatto che si sarebbe potuto ottenere un importo maggiore da un'esecuzione fatta con modalità differenti da quelle scelte dal contraente garantito non esclude di per sé che questi abbia agito con criteri di ragionevolezza commerciale – ed è la soluzione emersa pure nel corso del convegno organizzato a New York nei giorni 8-11 agosto 2008 dal UNIFORM COMMERCIAL

prezzo basso non è di per sé determinante per escludere la ragionevolezza commerciale: stabilisce in proposito il Commento ufficiale all'art. 9-627 U.C.C. (2) che “*nonostante non costituisca elemento sufficiente per stabilire che la presente sezione sia stata violata, un prezzo basso fa sì che una corte debba guardare attentamente tutti i profili dell'atto di disposizione al fine di assicurare che ogni aspetto sia ragionevole sotto il profilo commerciale*”³⁶⁴.

CODE COMMITTEE OF THE BUSINESS LAW SECTION OF THE AMERICAN BAR ASSOCIATION, “*Getting Blood from a Stone – Commercially Reasonable Foreclosure on Collateral and the Availability of a Market*”. La stessa opinione mi è stata espressa personalmente dall'Avv. Lynn A. Soukup, la quale ha partecipato quale relatrice al convegno.

³⁶⁴ *Coxall v. Clover Commercial Corp.*, 4 Misc. 3d 654, 662-63 [N.Y.S. 2d 567, 575 (City Civ. Ct. 2004)]. Nel sistema statunitense, collegata alla questione del prezzo basso è il problema se sia consentito alla parte garantita acquistare il *Collateral* in una vendita per *foreclosure*. La parte garantita non può acquistare il *Collateral* in una vendita pubblica senza che lo stesso sia di un genere venduto solitamente in un mercato riconosciuto o sia soggetto a quotazioni di prezzo *standard* ampiamente diffuse [§ 9-610 (c) U.C.C.: *Fodale v. Waste Mgmt. Of Mich Inc.*, 718 N.W.2d 827, 837 (Mich. Ct. App. 2006)]. La limitazione deriva dal fatto che una vendita privata fatta alla stessa parte garantita espone l'alienazione ad un prezzo considerevolmente al di sotto del valore di mercato: la parte garantita è spinta a vendere il *Collateral* a se stessa per una cifra modesta ed agire contro il debitore per la differenza; inoltre il creditore potrebbe rivendere il *Collateral* sul mercato aperto ricevendo un prezzo più alto di quello della vendita in *foreclosure*. La deroga al divieto di vendita con se stesso è molto limitato e si applica alle azioni, alle obbligazioni ed agli altri beni fungibili per i quali il prezzo è stabilito con uno scambio e non è soggetto a negoziazione individuale (U.C.C. § 9-610, commento 9). Se la parte garantita effettua una vendita con se stessa ovvero con un soggetto collegato e risulta un prezzo significativamente inferiore ai ricavi che avrebbero potuto essere conseguiti mediante una vendita ad un soggetto terzo, una corte può ridurre ogni disavanzo affermando che la parte garantita avrebbe potuto altrimenti conseguire il prezzo: per questo motivo, se la parte garantita o un soggetto collegato intende acquistare il *Collateral*, dovrebbe adoperarsi a documentare il prezzo di mercato al tempo dell'acquisto (se mercato riconosciuto) ed ottenere alcune offerte da parte di soggetti terzi (in un'asta pubblica o vendita privata) (CHRISTOPHOROU P.L., *op. cit.*, 22). In COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 89, nota 74, viene riportato il caso *Johnson v. Winslow*, 272 N.Y. 467 (1936), aff. 155 Misc. 170 inerente ad un'ipotesi di vendita a se stesso da parte del *broker* dei beni da lui avuti in pegno: il cliente può chiedere l'annullamento di tale operazione (che però non è di per sé nulla) e così chiedere la restituzione dei suoi titoli; nel richiamare la dottrina statunitense l'Autore ricorda che le Corti non giungevano a vietare in tutti i casi un'attività del *broker* col suo *principal*, richiedendo solo che tale attività si svolgesse a parità di condizioni (*at arm's length*) e dopo una piena esposizione (*full disclosure*) da parte del *broker* di tutti gli elementi noti rispetto al bene trattato. Lo stesso Autore ricordava come il divieto di *self dealing* fosse a tutela del privato e, pertanto, il cliente poteva ratificare l'operato del *broker* a differenza di quanto previsto dalla disciplina degli agenti di cambio italiani per i quali vigeva un divieto di ordine pubblico.

Nello stesso senso dell'esclusione del necessario conseguimento del *best price* - ma pure del *proper price* - depone la giurisprudenza inglese la quale, in *Cuckmere Brick Co. v. Mutual Finance* relativamente all'esercizio del potere di vendita del *collateral*, ha elaborato la nozione di "*true market value*"³⁶⁵; mentre quella statunitense fa riferimento al "*fair market value*"³⁶⁶. Tale nozione pare essere la più

³⁶⁵ [1971] Ch. 949, per Salmon L.J. at 968, 969: "*Some the textbooks refer to the "proper price", others to the "best price". Vaisey J. in Reliance Permanent Building Society v. Harwood-Stamper [1944] Ch. 362, 364, 365, seems to have attached great importance to the difference between these two descriptions of "price". I accordingly conclude, both on principle and authority, that a mortgagee in exercising his power of sale does owe a duty to take reasonable precautions to obtain the true market value of the mortgaged property at the date on which he decides to sell it*"; v. pure Cross L.J. at 971, 972 e Cairns L.J. at 977. La valutazione del "*true market value*" è, da un lato, meno stringente di quella del "*best price*" e, dall'altro non troppo vaga come quella di "*proper price*": "dato che il potere di vendere è a beneficio di chi ha dato a prestito e che questi ha il diritto di scegliere quale sia il momento secondo lui più opportuno per vendere, sarebbe molto strano se lo stesso non fosse obbligato ad agire secondo una diligenza ragionevole tale da ottenere quello che io chiamo il <<vero valore di mercato>> alla data della vendita [...] <<Prezzo appropriato>> è probabilmente un concetto un po' vago e il <<prezzo migliore>> può suggerire un prezzo eccezionalmente alto. E' per questo che io preferisco chiamarlo <<vero valore di mercato>>" (949, per Salmon L.J., at 966). V. pure *Standard Chartered Bank Ltd. v. Walker* [1982] 3 All. E.R. 938; *Downsview Nominees Ltd. v. First City Corp. Ltd.* [1993] A.C. 295. Sembra invece optare per il necessario conseguimento del *best price* KEIJSER T., *Financial Collateral*, cit., 147 per il quale "although the collateral taker is not obliged to sell the financial collateral involved, the procedure of valuation set out in GMRA and GMSLA has the same objective as a public sale: i.e. obtaining the best available market price for the collateral".

³⁶⁶ 253 A.D. 2d 363, 253 A.D. 2d 364, 676 N.Y.S. 2d 163, 164 (N.Y. App. Div. 1998). Il FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, STANDARD SETTER (FASB), ha emanato lo *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS), 157 il quale prevede, per quello che viene chiamato "*fair value measurements*", che il valore degli *asset* finanziari debba essere calcolato secondo tre livelli di valutazione. Il *Level 1 assets* è quello in cui il prezzo risulta osservabile in un mercato attivo [un mercato è considerato non attivo quando vi sia un rilevante allargamento dello *spread bid-ask* oppure quando si è in presenza di un azzeramento (o quasi) delle operazioni di mercato; per stabilire se un mercato sia o meno attivo conta considerare il volume degli scambi, l'intensità operativa, l'attualità dei prezzi, ecc. Al riguardo, v. pure SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, comunicato n. 2008-234 del 30 settembre 2008]. Il *Level 2 assets* è quello per il quale tutti gli *inputs* significativi per la valutazione sono direttamente o indirettamente osservabili sul mercato. Il *Level 3 asset* è quello per il quale non vi è alcun prezzo osservabile e nemmeno *input* per la valutazione [ad es., v. Form 10-Q di The Goldman Sachs Group Inc. per il Fiscal Quarter Ended, 29 febbraio 2008 che riporta circa \$25 bilioni di MBS e altre ABS come *Level 3 assets*; vedi pure il dato riportato da LONGO M., *Bilanci, la trasparenza difficile*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 7, secondo cui collocato al *level 3* sarebbe di 1.639,586

congeniale alla clausola marciana ed è a questo fine che assumeranno rilievo le *best practices* in materia di *pricing* del *collateral*.

Recentissimamente, ai fini della valutazione delle attività finanziarie costituite in garanzia collaterale sul Mercato interbancario collateralizzato (Mic), la Banca d'Italia ha previsto che la stessa “prenderà a riferimento i prezzi di mercato più recenti e significativi tra quelli disponibili degli ultimi 5 giorni. Ai titoli non quotati o privi di prezzi di mercato recenti e significativi, vengono applicati prezzi teorici”³⁶⁷.

Addirittura la giurisprudenza statunitense chiarisce che il § 9-610 (c) non esige che debba essere necessariamente ottenuto l'attuale valore di mercato per gli *assets* venduti in *foreclosure*. A tale esito i giudici pervengono mediante l'elaborazione di un criterio aritmetico: in particolare in *First Fed. Sav. & Loan Ass'n v. Romano*³⁶⁸ e in *Vornado PS, L.L.C. v. Primestone Investment Partners, L.P.*³⁶⁹ è stato deciso che le offerte che non vanno al di sotto del 30% del valore di mercato non sono commercialmente irragionevoli³⁷⁰.

L'esclusione del necessario conseguimento del *best price* discende dal fatto che l'interesse del *collateral provider* meritevole di tutela non è quello (positivo) a che lo strumento finanziario venga venduto o valutato in una prospettiva di investimento (ove, tra l'altro, almeno

miliardi di dollari il valore del totale degli *asset* illiquidi (dunque non valutabili al prezzo di mercato) nelle banche e nelle società quotate a Wall Street].

³⁶⁷ BANCA D'ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009*, *cit.*

³⁶⁸ *cit.*

³⁶⁹ 821 A.2d 296, 49 UCC Rep. Serv. 2d 1348 (Del. Ch. 2002).

³⁷⁰ Nella prima pronuncia, in particolare, è stato deciso che la vendita del *collateral* che rappresenta l'81% del suo “*fair market value*” non solleva problemi inerenti alla ragionevolezza commerciale.

nell'ambito della MiFID, neanche è imposto il conseguimento del miglior prezzo)³⁷¹ quanto piuttosto quello (negativo) a che l'obbligazione finanziaria garantita non venga sopravvalutata e a che le attività finanziarie non vengano svendute – nel caso di autotutela mediante vendita - ovvero sottovalutate – nel caso di autotutela mediante appropriazione-.

³⁷¹ La Prof.ssa Rita Moroni ha rilevato, da un lato, che considerando le grandi potenzialità che i soggetti a cui si applica il Decreto hanno di accedere alle informazioni sui mercati - le quali, si prevede, saranno sempre più centralizzate - non dovrebbero porsi particolari problemi ad imporre loro di operare al *best price*; dall'altro, che più difficile è imporre e verificare anche per i soggetti sottoposti al Decreto ma non alla MiFID (autorità pubbliche, banche centrali, ecc.) il rispetto di altri criteri (tempestività, esecuzione frazionata) che comportino la riduzione dei costi di *trading*. Più realisticamente, tuttavia, un altro studioso ha ricordato come, allo stato, “mancano nella MiFID meccanismi di consolidamento delle informazioni, che si caratterizzano per efficacia e siano di generalizzata applicazione (riferibili, cioè, ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione ed agli internalizzatori sistematici). Tale carenza normativa consente di ravvisare nell'attuale disciplina della realtà di mercato l'esistenza di un obiettivo fattore d'impedimento nell'esecuzione dei servizi di cui trattasi, i quali non potranno conseguentemente essere svolti secondo criteri operativi che, in conformità a quanto sopra si è indicato, assicurino condizioni di acquisto intrinsecamente (*rectius*: di per sé) ottimali. Ciò con l'ovvio risultato che non sarà possibile imputare all'intermediario il mancato conseguimento del prezzo desiderato e, pertanto, dovrà essere esclusa ogni sua responsabilità qualora si versi in presenza di condotte rispettose della normativa e conformi ai canoni da quest'ultima fissati” (CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 178). La finalità della *best execution* non si esaurirebbe comunque nella regola del miglior prezzo e pertanto non potrebbe essere imputato all'intermediario il mancato conseguimento del prezzo desiderato (CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 175 e 178). Nonostante la MiFID disciplini pratiche migliorative del prezzo, questa “undermine the information content of the published quote and make it more difficult for investors and brokers [to identify] the execution venue that delivers the best price” [EUROPEAN PARLIAMENTARY FINANCIAL SERVICE FORUM (2004), *ISD. A Key to Market Integration?*, febbraio, in http://www.epfsf.org/meetings/2004/briefings/briefing_24feb2004_more.htm COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, CESR/05-291b, aprile, in http://www.cesr.eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=7&docmore=1].

5. RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE E MERCATI NON LIQUIDI.

Problemi possono sorgere per gli strumenti finanziari che pur essendo “negoziabili sul mercato dei capitali” non sono liquidi e per i quali l’individuazione di un prezzo di mercato è altrettanto non agevole, tanto più laddove, pur in presenza di *trading venues* in concorrenza tra loro, non esiste un adeguato sistema di consolidamento delle informazioni che agevoli la liquidità del titolo. In Germania il *Memorandum* esplicativo del provvedimento di attuazione della direttiva chiarisce che in tali ipotesi occorre riferirsi alla quotazione della *Bundesbank* o, alternativamente, alla media delle quotazioni di due istituti di credito³⁷².

Fermi restando i poteri di autonomia privata nell’individuazione e nella disciplina dei criteri (come avvenuto in *Burns v. Anderson*³⁷³ - ove i beni sottoposti a pegno furono “trattati come articoli scambiati e registrati al NASDAQ”³⁷⁴-) per tali mercati, anche in relazione

³⁷² GARDELLA A., *op. cit.*, 201 richiamando LÖBER K., *op. cit.*, 75.

³⁷³ (4th Cir., No. 03-2162, Dec. 15, 2004, unpublished opinion) rinvenibile in <http://pacer.ca4.uscourts.gov/opinion.pdf/032162.U.pdf>.

³⁷⁴ Il contratto di pegno 1) stabiliva che il *collateral* poteva essere alienato nel corso di una vendita privata e che la parte garantita poteva cedere la garanzia a qualsiasi acquirente; 2) conteneva una nota da parte dei datori di pegno che lo *stock* sottoposto a garanzia era “del tipo abitualmente venduto su un mercato riconosciuto, in ogni caso da intendere secondo il significato della sezione 9-610”; e 3) includeva la seguente previsione: “i datori della garanzia inoltre riconoscono che il mercato per lo *stock* sottoposto a pegno non è liquido e che una vendita pubblica dello stesso in un quantitativo significativo potrebbe avere un effetto negativo sul prezzo di mercato relativo ai beni dati in pegno”. Tuttavia, la nota del datore di garanzia e l’accordo prevedevano che “nessuna vendita privata dello *stock* sottoposto a pegno sarà soggetta ad un controllo in ordine all’osservanza del criterio della irragionevolezza commerciale per il motivo che è stata eseguita ad un prezzo che riflette un abbassamento del prezzo di mercato attuale dello stesso *stock*. Inoltre [...] qualsiasi calcolo effettuato in conformità ad una valutazione dello *stock* fatta da uno stimatore indipendente [...] sarà considerata

ai recenti fenomeni di *credit crunch* (ossia una contrazione dell'offerta del credito) dovuti alla crisi dei mutui *sub-prime* innescatasi negli U.S.A. nell'agosto 2007³⁷⁵ e all'uso spregiudicato dei derivati nonché alla

commercialmente ragionevole". La Corte d'Appello ha rilevato che il contraente garantito ha adoperato il metodo di vendita dello *stock* previsto dal contratto di pegno (cioè valore stimato) e che tuttavia la vendita era commercialmente ragionevole e i requisiti della sezione 9-610 (consentendo alla parte garantita di comprare in una vendita privata) erano stati soddisfatti. Sembra che i datori di pegno non abbiano argomentato che fosse inappropriato adoperare il prezzo stimato (in luogo del prezzo di mercato) quando si è fatto riferimento all'obiezione fondata sulla considerazione che il mercato riconosciuto consente a una parte garantita di comprare in una vendita privata.

³⁷⁵ LINCiano N., *op. cit.*, 1 ss. Per un'analisi della vicenda v. VISENTINI G., *Società per azioni e mercato finanziario*, Firenze, 2009, 55 ss., in corso di pubblicazione sulla *Rivista di diritto civile*. In tema, v. pure, anche alla luce della necessaria centralità della "fiducia nel sistema", CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 27 ss. e 51. Al fine di fronteggiare il rischio di *credit crunch* – sul quale v. gli articoli di BOCCIARELLI R., *La conferma: la stretta sul credito è in atto*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 gennaio 2009, 3 ove sono riportati alcuni dati pubblicati sul *Bollettino della Banca d'Italia*; ID., *Draghi: le banche danno più credito alle imprese*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio 2009, 33 ove viene data notizia dell'incontro del Governatore della Banca d'Italia con le banche italiane; ID., *Tremonti prepara la strategia anti-emergenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 14; ID., <<Finanziate le imprese>>, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 3 – l'art. 12 della L. 28 gennaio 2009, n. 2 di conversione con modifiche del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. decreto anti-crisi) (in G.U. 28 gennaio 2009, n. 22 – Suppl. ord. n. 14) prevede al co. 1 la finalità di "assicurare un adeguato flusso di finanziamenti all'economia" ed al co. 5 lett. a) che la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle banche da parte del Ministero dell'economia e delle finanze è condizionato, tra l'altro, "all'assunzione da parte dell'emittente degli impegni definiti in un apposito protocollo d'intenti con il Ministero dell'economia e delle finanze, in ordine al livello e alle condizioni del credito da assicurare alle piccole e medie imprese e alle famiglie". Per considerazioni critiche su tali misure, v. DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi*, cit., 343 il quale evidenzia come, a dispetto dell'intestazione della Legge n. 190 del 2008 (ove si fa riferimento alla "continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori") "di ciò non si rinviene traccia alcuna, tuttavia, nello spirito e nel contesto della legge n. 190/08"; e come, a dispetto di quanto previsto dalle "formulette" contenute nell'art. 12 della Legge n. 2 del 2009, quella del co. 1 "si esaurisce in una declamazione meramente programmatica"; quelle del co. 5 "si limitano a rinviare agli <<impegni definiti>> nel <<protocollo d'intenti>> che il Ministro e le singole banche andranno (in termini specifici oppure no) a concordare; né certo le stesse hanno la forza di incidere sui contenuti effettivi dei medesimi: non per spessore o dimensione, non per qualità o quantità. Senza contare che il detto testo di legge non dà neppure lo spettro delle <<sanzioni>> conseguenti agli inadempimenti degli impegni concreti che eventualmente siano stati assunti dalle banche" (343; sul punto v. BOCCIARELLI R., *Bankitalia <<sentinella>> per le Pmi*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 4; ID., *Grande impegno dei prefetti e Bankitalia: pronti a collaborare*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, 2; BUFACCHI I., *Accordo in arrivo, cambia il ruolo delle Prefetture*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, 2; sul problema del *credit crunch*, v. anche l'intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi di cui danno notizia BOCCIARELLI R.-MERLI A., *Draghi: rimettere in moto il credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo

mancanza di liquidità nel sistema bancario, è stata rimarcata l'importanza commerciale del *new remedy* costituito dall'appropriazione del *collateral*³⁷⁶. In caso di *default* del *collateral provider* l'ipotesi normale è quella del ricorso, da parte del creditore garantito, all'esercizio del potere di vendita il quale, tuttavia, si caratterizza per l'obbligo (*equitable*³⁷⁷) di agire secondo ragionevole diligenza al fine di ottenere il “vero valore di mercato” (*true market value*) degli *assets* che formano il *collateral*. Per i mercati non liquidi un'idonea alternativa alla vendita è costituita dal rimedio dell'appropriazione: in capo al *collateral taker* che esercita il potere di appropriazione la normativa prevede degli obblighi aggiuntivi sia per valutare il *collateral* nel rispetto del contratto di garanzia finanziaria e in una maniera ragionevole sotto il profilo commerciale sia per rendicontare e restituire ogni *surplus*: se c'è un *deficit* il *collateral giver* rimane obbligato nei confronti del *collateral taker* per la parte relativa.

Vanno al riguardo menzionate innanzitutto le vicende relative ai mercati del credito strutturato ed in particolare delle *Collateralized Debt Obligations* (CDOs)³⁷⁸, le quali a cascata si sono riverberate su tutto

2009, 3). In particolare, sull'emissione, ad opera delle banche, degli strumenti “ibridi” previsti dall'art. 12 L. n. 2 del 2009 da offrire in sottoscrizione al Ministero del Tesoro, v. DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi*, cit., 339 ss. e BUFACCHI I., *Ora scommessa sul credito all'impresa*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 2.

³⁷⁶ BENJAMIN J. – MAHER F., *op. cit.*, 67-68.

³⁷⁷ BENJAMIN J. – MAHER F., *op. cit.*, 67.

³⁷⁸ Un esempio importante di credito strutturato è costituito dalle *collateralized debt obligations* (CDOs) mediante le quali il rischio di credito di molti clienti inizialmente a carico di una sola banca viene ridistribuito su un numero elevato di investitori acquirenti le cui cedole vengono pagate ed il cui capitale viene rimborsato mediante i flussi di cassa generati da un portafoglio di attività finanziarie che sta alla base dell'emissione. Secondo la definizione contenuta nel Glossario della Borsa Italiana “gli strumenti che appartengono alla categoria delle CDO

(*Collateralized Debt Obligation*) sono strumenti di debito emessi a valere su un portafoglio di attività eterogenee fra loro: obbligazioni, strumenti di debito, titoli in generale. Le CDO possono essere a loro volta classificate in diversi gruppi di attività che differiscono in base alla tipologia di titoli presenti nel *pool* sottostante. Si hanno così le CBO (*Collateralized Bond Obligation*), con sottostante un portafoglio obbligazionario oppure le CMO (*Collateralized Mortgage Obligation*), con sottostante un *pool* di prestiti/mutui. Gli strumenti inclusi nel portafoglio differiscono per il grado di rischio e per la qualità dell'emittente; naturalmente, quanto più il portafoglio sottostante è composto da strumenti a basso merito creditizio tanto più è elevato il tasso di interesse associato alle CDO. Nonostante il sottostante possa avere un *rating* anche piuttosto basso (*junk bonds*), le CDO possiedono in genere un *rating* di *'investment grade'*, ossia un *rating* migliore; ciò è possibile poiché l'elevato numero di strumenti presenti nel *pool* consente di ottenere un buon grado di diversificazione e quindi una diminuzione del rischio". Per Standard & Poor's e Fitch il *rating* migliore è quello pari almeno a BBB; per Moody's è quello pari almeno a Baa2. Pertanto, le CDOs consistono in operazioni di cartolarizzazione nelle quali i *portafoglio* di debito vengono spezzettati in più parti ognuna della quali include finanziamenti fatti a clienti con grado di affidabilità simile e poi riconfezionati e venduti sui mercati di capitali mediante l'emissione di titoli che danno diritto a riscuotere gli interessi sulla parte dei finanziamenti che rappresentano. In tal modo il titolo è garantito da un sottostante che può essere costituito, oltre che da obbligazioni e prestiti bancari, anche da *Asset Backed Securities* (ABS) e *tranches* di emissioni derivanti da altre cartolarizzazioni, perciò ribattezzati "titoli salsiccia", data la varietà della loro possibile natura. Tuttavia l'acquisto del titolo implica anche l'assunzione di una percentuale di rischio di insolvenza. Viene ricordato al riguardo che le CDO si caratterizzano per una distribuzione differenziata del rischio di insolvenza donde la loro classificazione in varie *tranches* distinte in ragione dell'affidabilità che presentano: a) "senior" (le migliori, con *rating* alto); b) "mezzanine"; c) "junior"; d) "subordinated-equity" (queste ultime, a volte, anche del tutto prive di *rating*) le quali vengono acquistate dall'originante il quale si accolla tale rischio [CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 91, nota 24 e ID., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 29; VITUCCI M., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 400]. Nell'ambito delle obbligazioni il grado di subordinazione e di rischio crescenti è dato dalle obbligazioni *Lower Tier II*, *Tier III*, *Upper Tier II* e *Tier I*. Sulle CDO, v. pure l'editoriale di TREVISAN L., *Il ruolo dei Cdo nella crisi: titoli fuori mercato dai rischi nascosti*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 ottobre 2008, 1.

Il debito strutturato ha avuto un grande rilievo nella diffusione dei problemi del credito associati con i mutui *sub-prime* statunitensi nei mercati di capitali globali.

Per l'analisi di alcuni recenti casi giudiziari in corso legati alle CDO ed in particolare al corretto esercizio del potere di gestione da parte dell'emittente relativamente alla sostituzione dei titoli sottostanti posti a garanzia del rimborso, v. LONGO M., *Subprime con il <<trucco>>, le vittime italiane dei Cdo*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 dicembre 2008, 41. Sull'importanza della cartolarizzazione per la creazione di garanzie finanziarie necessarie al fine di attingere alla liquidità messa a disposizione dalla BCE nelle recenti operazioni di *emergency liquidity assistance*, v. gli articoli a firma BUFACCHI I., *UniCredit cartolarizza mutui per 23 miliardi*, apparso su *Il Sole 24 Ore* del 14 novembre 2008, 41; ID., *Cartolarizzazioni nel mirino*, cit., 3; di TESTONI L., *UniCredit prepara 23 mld da scontare alla BCE*, in *Finanza & Mercati*, 14 novembre 2008; ID., *Funziona solo la rete di Trichet*, in *Finanza & Mercati*, 30 settembre 2008, in www.finanzaemercati.it; ID., *Anche i mutui del CREDEM finiscono in collateral per BCE*, in *Finanza & Mercati*, 28 novembre 2008, www.finanzaemercati.it; REDAZIONE FINANZA & MERCATI, 19 dicembre 2008, *Intesa si crea 5,7 mld di collateral*, www.finanzaemercati.it; LONGO M., *Intesa cartolarizza mutui: operazione da 13 miliardi*, apparso su *Il Sole 24 Ore* del 3 gennaio 2009, 27 ove viene individuato in 54,66 milioni di euro

il comparto obbligazionario e, pertanto, anche sui *bond* negoziati sul mercato dei capitali, nonché su quello azionario. Poiché il rischio-illiquidità - ossia a quale prezzo si possa dismettere un investimento - è stato fortemente sottovalutato ai tempi del *boom* delle cartolarizzazioni e della finanza strutturata³⁷⁹, molte vertenze giudiziarie recenti (che vedono quali parti banche *originator*, controparti di *swap*, possessori di titoli, agenzie di *rating* e assicuratori) vertono sulla legittimità delle richieste di margini, sulla valutazione appropriata e sul metodo per la liquidazione delle CDOs e delle relative garanzie: i conflitti sono sorti fra possessori di titoli appartenenti a classi diverse e riguardano le modalità di distribuzione degli importi ricavati; o tra possessori di titoli e controparti di *swap* e riguardano la preordinazione e la subordinazione del pagamento scaturente da una serie di circostanze previste nel contratto quali un evento di *default*, di decadenza dal beneficio del termine o di liquidazione del *collateral*³⁸⁰. L'aumentare di controversie legate alle CDO dipende dal fatto che un grosso numero

l'ammontare delle cartolarizzazioni realizzate in Italia da novembre 2008 al 2 gennaio 2009. Le operazioni di cartolarizzazione assumono particolare importanza nei periodi in cui vi è una forte sfiducia nei confronti delle controparti sul mercato interbancario (al riguardo si veda l'articolo "*Mercato monetario congelato*", a firma di BOCCIARELLI R., apparso su *Il Sole 24 Ore* del 17 settembre 2008, 2 ove R. Mioccio, direttore generale della società E-mid SIM, ricorda che "se la sfiducia nelle proprie controparti è portata all'estremo, le banche in difficoltà subiranno un aumento dei costi di finanziamento insostenibile. Per prendere in prestito dovranno dare titoli in garanzia. Ma il collaterale non è infinito: se gli istituti sotto pressione non avessero i mezzi per trovare nuovo capitale, l'onda d'urto si amplierebbe").

³⁷⁹ Su tali profili, v. CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 20 ss.; FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, cit., 148 ss.

³⁸⁰ Per un'analisi, v. BETEL J.E.-FERREL A.-HU G., *Law and economics issues in subprime litigation*, Harvard – John M. Olin Center for Law, Economics and Business, *Discussion paper No. 612*, 03/2008, 27 ss., in http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Ferrell_et_al_612.pdf.

delle stesse è andata in *default* a seguito della svalutazione, delle crescenti insolvenze e dell'abbassamento del *rating* degli *asset* sottostanti in portafoglio³⁸¹.

Proprio le tecniche della finanza strutturata caratterizzata da impacchettamenti e spaccettamenti di crediti di varia natura rendono difficilissima la valutazione dei titoli³⁸². I problemi di illiquidità del mercato sono poi ulteriormente aggravati in presenza di derivati su derivati come le *synthetic CDO*, in cui cioè il sottostante è costituito da un pacchetto ad es. di *Credit Default Swap*; o le *Constant Proportion Debt Obligation* (CPDO) pure legate ai CDS con un potente effetto leva:

³⁸¹ Proprio in relazione alla vicenda dei mutui *sub-prime* viene ricordato come “a partire dal 2005 la serie di rialzi dei tassi di interesse decisi dalla Federal Reserve ha reso più onerose le rate dei mutui e di conseguenza ha aumentato il rischio di insolvenza delle famiglie. La mancanza di un mercato secondario sui Cdo ha impedito che il loro prezzo si adeguasse progressivamente alle nuove condizioni di rischio. L'adeguamento è avvenuto tutto in una volta quando l'insolvenza era diventata così tangibile che aveva reso ormai invendibili i Cdo. Le conseguenti svalutazioni degli *asset* dei maggiori operatori finanziari che detenevano i Cdo in portafoglio hanno intaccato il sistema finanziario nel suo complesso. Nessuno è più disposto ad assumersi il rischio “controparte”. In sostanza, il sistema ha potuto contare su un supplemento di liquidità vendendo oltre che crediti anche un rischio di insolvenza ad un prezzo fittizio (basso) fissato dalle agenzie di rating. Il fenomeno ha raggiunto proporzioni tali che ha generato un'inusuale bolla speculativa nel mercato dei collateral (garanzie) basata su un eccesso di offerta e non su un eccesso di domanda. In genere una bolla speculativa si crea quando tutti vogliono acquistare un bene e l'eccesso di domanda ne aumenta il prezzo. Nessuno più accetta garanzie perché hanno perso il loro valore. Lo scoppio di questa inusuale bolla speculativa ha tolto improvvisamente liquidità al sistema, portando all'attuale collasso del mercato interbancario. Pertanto, le modifiche alle regole del gioco per stabilizzare il sistema nel medio periodo dovrebbero forse partire dalla considerazione che i Cdo devono poter essere scambiati in un mercato secondario e che, per poter mettere in grado la Banca centrale di controllare la quantità di moneta effettiva presente nel sistema, i Cdo devono in qualche modo rientrare nel bilancio bancario al momento dell'emissione” (TREVISAN L., *op. cit.*, 1).

³⁸² Osserva CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, *cit.*, 31 che “nel passaggio dai singoli affidamenti alla massa cartolarizzata si assiste ad una inevitabile generalizzazione (ed opacizzazione) dell'informazione sui livelli di rischio; ciò in quanto non appaiono riferibili al dato aggregato le analisi specifiche che le banche (in precedenza) hanno svolto con riguardo alle singole operazioni di finanziamento poste in essere, analisi che comunque restano al di fuori dell'ambito cognitivo degli investitori (cui le stesse non sono comunicate)”; v. pure LINCIANO N., *op. cit.*, 23 ss.

l'illiquidità dei mercati propria dei CDS - i quali sono scambiati *over the counter* - si riverbera, infatti, anche sul mercato delle CDO sintetiche e delle CPDO già di per sé poco liquido³⁸³.

Anche perché non negoziati sul mercato secondario³⁸⁴, i titoli CDOs sono scarsamente commercializzati e, in quanto tali, esistono degli esigui dati di mercato con i quali si può “valutare” il rischio di credito del sottostante i cui flussi di cassa sono destinati al pagamento delle cedole ed al rimborso; cioè, gli acquirenti non possono valutare il valore di questi beni con i prezzi di vendita recenti in un mercato ampliato ed efficiente³⁸⁵ (“*mark to market*” ossia “valutazione secondo il

³⁸³ Sulle CDO sintetiche, v. MORRIS CH. R., *op. cit.* 112-113 e 149 ss.

³⁸⁴ TREVISAN L., *op. cit.*, 1. Si è visto nel capitolo I, invece, che la negoziabilità sul mercato dei capitali rappresenta un requisito imprescindibile per l'applicazione della normativa sui contratti di garanzia finanziaria (13 ss.). Ricorda ONADO M., *Gli egoismi della City tradiscono Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 10, che “una delle cause fondamentali della grande crisi è legata al fatto che i “triloni” di euro o dollari di titoli della cartolarizzazione globale erano trattati in circuiti oscuri, gestiti dagli stessi emittenti. Gli asset erano frammentati in migliaia e migliaia di emissioni, una accuratamente resa diversa dall'altra ed erano quindi privi delle caratteristiche di standardizzazione che (come si insegna nella prima lezione di microeconomia dei mercati) rappresentano la condizione fondamentale per esprimere prezzi efficienti. Le autorità, è vero, non hanno pressoché mosso dito. Ma neanche le Borse hanno cercato di riappropriarsi di questa parte del mercato, forse anche per non entrare in competizione con le grandi banche globali, i cui interessi erano rappresentati soprattutto nelle società di Borsa di New York e Londra”.

³⁸⁵ Proprio in relazione alle CDO si osserva che “il prezzo del prodotto non si forma in base a un normale processo di domanda e offerta (manca un mercato secondario dei Cdo), ma in base alla valutazione delle agenzie di *rating* sul grado di affidabilità di ciascun gruppo di clienti iniziali della banca. La differenza fondamentale tra un'obbligazione tradizionale e un Cdo è che, mentre nel primo caso l'acquirente del titolo può valutarne direttamente la rischiosità analizzando il bilancio della società che ha emesso l'obbligazione, nel secondo caso si deve fidare delle agenzie di *rating*, non essendo a lui nota la paternità del rischio di credito legato al Cdo. Pertanto la probabilità che il prezzo dei Cdo si discosti da quello effettivo è molto alto”. (TREVISAN L., *op. cit.*, 1). Tuttavia, viene considerato che per le obbligazioni strutturate anche se quotate (per l'Italia sul Mercato telematico delle obbligazioni – Mot di Borsa Italiana) “il disinvestimento, dato il non elevato ammontare dei singoli prestiti, potrebbe non essere così immediato come avviene per i titoli di Stato, ma quantomeno una quotazione ufficiale può garantire la possibilità di smobilizzo sia in caso di insoddisfacente rendimento dell'investimento, sia in caso di eventuale necessità di disporre delle somme investite per altri

mercato”³⁸⁶). Invece, emittenti e sottoscrittori adoperano modelli per determinare i prezzi e ne informano gli investitori, pratica conosciuta come “*mark to model*” (“valutazione a modello”³⁸⁷) il quale, mediante modelli informatici sofisticati ma sempre lontani dalla realtà, “crea” un

impieghi. Dato che le obbligazioni strutturate vengono in genere proposte in sottoscrizione (cioè in fase di emissione) e pertanto la loro quotazione avviene successivamente all’acquisto da parte dei risparmiatori, sarà utile informarsi in seguito [...] sul codice borsistico Isin attribuito all’emissione, per poterne più agevolmente seguirne l’andamento delle quotazioni” (MARCHESINI M.A.-NOVELLINI V., *Bond strutturati, occhio ai tranelli*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 settembre 2008, 7).

³⁸⁶ Anche BUFACCHI I., *Bond strutturati: non tutti sono tossici*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 febbraio 2009, 6 osserva come l’illiquidità intrinseca di questi *bond* ha contribuito a far precipitare le quotazioni e la spirale discendente è stata accelerata dai criteri contabili basati sul *mark-to-market*. I principi contabili internazionali impongono di usare il *mark to market* per valutare, secondo il criterio del *fair value*, attività e passività finanziarie. Come è noto il *fair value* è uno dei criteri ai quali si ispirano sia i principi contabili statunitensi (FAS) che quelli europei (IAS/IFRS). Il *fair value* previsto dallo IAS 39 – ossia il principio contabile internazionale per la “*Classificazione e valutazione degli strumenti finanziari*” – misura le grandezze di bilancio in base al loro valore di mercato o, quando non c’è una quotazione corrente, utilizzando gli scambi che avvengono su strumenti simili. Il principio del *mark to market* produce tuttavia effetti assai critici quando, come nell’attuale periodo di crisi finanziaria e recessione, il mercato per molti titoli diventa illiquido e i prezzi bassi creano consistenti minusvalenze. E’ evidente anche che il criterio del *mark-to-market* può esasperare la volatilità dell’attivo, con effetti pro-ciclici, in periodi di forti aumenti o forti cali dei prezzi degli strumenti finanziari (LINCiano N., *op. cit.*, 23).

L’illiquidità dei prodotti strutturati viene chiaramente fotografata da BUFACCHI I., *Cartolarizzazioni nel mirino*, *cit.*, 3 la quale ricorda che “i prezzi delle cartolarizzazioni sul secondario sono stracciati (la crema della crema delle emissioni, le più solide “AAA” sono quotate notevolmente sotto la pari [...]). Lo scollamento tra valore di mercato e valore degli asset nel portafoglio cartolarizzato è totale: e l’illiquidità viene scambiata per rischio di default. La crisi di fiducia nei prodotti strutturati, innescata dalla pessima valutazione del rischio-subprime da parte delle agenzie di rating e degli investitori, ha prosciugato la domanda. A rendere ancor più scivoloso il cammino di un ipotetico rilancio delle cartolarizzazioni, già tutto in salita, sono le grandinate incessanti dei declassamenti di rating: il rapporto ESF evidenzia come nel 2008 Moody, Standard & Poor e Ficht abbiano effettuato in Europa e Usa oltre 114.000 retrocessioni contro 2.700 promozioni o upgrade”.

³⁸⁷ Si tratta del metodo di valutazione di titoli in portafoglio da mantenere fino alla scadenza. Viene utilizzato dalle banche e dalle agenzie di *rating* che tramite modelli interni e algoritmi statistico-matematici, prendono in considerazione il costo storico dei titoli e il valore scontato dei proventi futuri ed altre variabili, tra cui quella della solvibilità, individuando il prezzo suggerito dal modello. Il ricorso al *mark to model* si ha nelle ipotesi in cui mercato non è attivo ovvero la quotazione non è frutto di un’operatività “ordinata” (una transazione è “ordinata” se non è determinata da liquidazioni forzate o da vendite in condizioni di necessità, ossia coinvolge operatori disponibili e consenzienti ad assumere posizioni di mercato).

riferimento al mercato anche quando il mercato non c'è³⁸⁸. Questi modelli – prescelti, come visto, pure dalla Banca d'Italia per il mercato Mic ai fini della valutazione dei titoli non quotati o privi di prezzi di mercato “recenti e significativi”³⁸⁹ - risentono fortemente delle valutazioni di credito effettuate dalle agenzie di *rating* sulle CDOs e sugli *asset* posti a loro garanzia: le agenzie, infatti, valutano le CDOs considerando il rischio che i prestiti sottostanti potranno andare in *default*, circostanza difficile da predire³⁹⁰. Le parti lese stanno iniziando a chiamare in causa le agenzie di *rating* e cercano di perseguirle in base a teorie ancora da definire³⁹¹.

³⁸⁸ MEAZZA M. – ROCCA E., Fair value, *una bussola instabile*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 dicembre 2008, 4.

³⁸⁹ BANCA D'ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009*, cit., 6.

³⁹⁰ Per un'analisi dettagliata dei criteri di valutazione delle CDOs, v. DUFFIE D.- GARLEANU N., *Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations*, in *Fin. Analyst Journ.*, 2001, Jan.-Feb., 57; LONGSTAFF F. A. – RAJAN A., *An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt Obligations*, in <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminar06-07/Longstaff.pdf>.

³⁹¹ Per un caso in cui veniva contestato alle agenzie di *rating* di aver “*assigned excessively high rating to bond backed by risky subprime mortgages*”, v. *Teamsters Local 282 Pension Trust Fund v. Moody's Corporation*, Complaint, 07 CV 8375. Sul ruolo delle agenzie di *rating* nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, v. CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 52 ss. il quale sottolinea che “le società di *rating*, al pari delle società di revisione, svolgono un ruolo *lato sensu* riconducibile agli interessi generali sottesi alla funzione di vigilanza pubblica sui mercati finanziari” auspicando pertanto un intervento legislativo sul quadro delle responsabilità. Più in generale, sul problema della responsabilità delle agenzie di *rating*, v. CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 140 ss. e gli Autori ivi citati, il quale, nel sottolineare come il tema sia stato negletto in dottrina, distingue tra una responsabilità contrattuale nei confronti dei soggetti richiedenti il giudizio di *rating* ed una responsabilità aquiliana nei confronti dei terzi che hanno acquistato strumenti finanziari sulla base delle informazioni fornite (143-144): in tale ultimo caso il giudizio di *rating* interagisce, indirettamente, anche sulla situazione giuridico patrimoniale di soggetti che, pur essendo terzi rispetto all'attività negoziale in osservazione, si relazionano in qualche modo con questa e ne subiscono le implicazioni (141). Sempre nella dottrina italiana, si ricordano, inoltre, i contributi di FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 1, 2008, 164 ss. il quale riconduce la responsabilità a quella da inadempimento derivante dalla violazione di un obbligo di informazione veritiera avente fonte nell'affidamento discendente dal c.d. “contatto sociale” con l'agenzia di *rating*, soggetto che riveste uno *status* professionale; di CARIDI V., *Danno da informazione finanziaria e responsabilità civile (a margine di un caso francese)* (nota a Cour d'Appel de

Nelle ipotesi in cui le CDO erano state costituite come *collateral*³⁹² dagli *hedge funds* in crisi nei contratti di *repo* diretti a finanziare le proprie operazioni, i *prime brokers* che avevano concesso linee di credito agli stessi si sono trovati in alcuni casi nell'impossibilità di ottenere tanto quotazioni di mercato, quanto compratori sul mercato; né erano in grado di vendere i beni a società collegate dal momento che la vendita deve essere fatta ad un acquirente indipendente³⁹³. Pertanto, anche a causa dell'alta leva finanziaria, gli *hedge funds* hanno dovuto fronteggiare richieste di margini che essi spesso non sono stati in grado di soddisfare³⁹⁴: in tali ipotesi è stato dedotto dagli *hedge funds*,

Paris, 30 juin 2006 e Tribunal de commerce de Paris, 12 janvier 2004), in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2008, 3, 473 ss.; e di VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa*, 4-5, 2007, 1034 ss. Per l'attuale dibattito a livello europeo sulle agenzie di *rating*, v. SABBATINI R., *I rating e le scelte a metà*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 11.

³⁹² Ed infatti, come ricordato, “le cartolarizzazioni sono diventate oggetto di ulteriori cartolarizzazioni, passività di primo livello hanno costituito collateral (garanzia) di passività di secondo livello, e l'esposizione incontrollata al rischio di liquidità per crisi fiduciarie puntualmente verificatesi” (DACREMA P., *La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milano, 2008, 22). I CDO “possono essere dati in garanzia per ottenere liquidità. I passaggi possono essere più di uno, a ogni passaggio si ottiene nuova liquidità e contemporaneamente si vende rischio di insolvenza. Inoltre va sottolineato che per emettere i Cdo, la banca si avvale di un'istituzione finanziaria indipendente. Essendo quest'ultima una società privata, i Cdo non rientrano nel bilancio della banca e non possono, quindi, essere monitorati dagli organi di vigilanza della Banca centrale. Il fatto che, come ogni altro titolo, i Cdo possano essere dati in garanzia per ottenere in cambio liquidità, ma non rientrino nei bilanci bancari, ha generato moneta attraverso una canale estraneo a quello tradizionale che passa attraverso il meccanismo di depositi-prestiti controllabile dalla Banca centrale” (TREVISAN L., *op. cit.*, 1; VIRGA W., *op. cit.*, 1018).

³⁹³ In *Cuckmere Brick Co. v. Mutual Finance, cit.*, at 969, viene stabilito che “[A] sale must be a genuine sale by the mortgagee to an independent purchaser at a price honestly arrived at”.

³⁹⁴ Ricorre un *margin call* quando la banca richiede all'investitore-debitore (un fondo che utilizza la leva finanziaria cioè si indebita per prendere posizioni sul mercato, fare arbitraggi, *trading* o altro) di integrare i titoli oppure il contante depositati come garanzia sul debito. A seguito del *margin call* l'investitore-fondo riduce la leva finanziaria – le posizioni e le esposizioni sul mercato finanziate con debito – e/o diminuisce il debito con la banca. In mercati dove la liquidità scarseggia è costretto a svendere i titoli in portafoglio per fare cassa (*Il Sole 24 Ore*, 28 agosto 2007, in *www.ilsole24ore.it*); come è stato ricordato alcuni *hedge funds* sono stati costretti a

tra l'altro, che le richieste di margine erano inappropriate o che gli stessi non hanno ottenuto il *fair value* risultante dalle procedure di *close-out netting*³⁹⁵. Relativamente alla valutazione del *Collateral* (non

dismettere cespiti a prezzi di svendita (*deleverage*) in una fase in cui la crisi del credito ha indotto le banche, che finanziavano le loro operazioni, a ritirare i prestiti. Un caso già si era verificato nella primavera del 1994 in relazione ai CMO per l'*hedge fund* di David Askin quando, a sorpresa, la Fed alzò i tassi di interesse di mezzo punto percentuale: "Askin gestiva un *hedge fund* con un portafoglio di circa due miliardi di dollari investiti in CMO, e quasi tutti nella parte "tossica", con un *leverage* (rapporto fra posizioni in attivo e capitale) di 3 a 1. Quando il rialzo dei tassi deciso dalla Fed ridusse il valore degli *asset* a rendimento costante, i creditori domandarono ulteriori assicurazioni, in valuta o in titoli, a garanzia dei prestiti. Allora sorse la domanda: quanto valevano le garanzie fornite da Askin? La maggior parte proveniva da strumenti finanziari che quasi mai erano stati negoziati. I modelli di valutazione delle banche davano risultati diversi dai risultati proposti da Askin. Di conseguenza, Askin fu obbligato a mettere sul mercato parte dei suoi titoli, salvo scoprire, con sua amara sorpresa, che non c'erano compratori. A tutti gli effetti, il valore degli strumenti consegnati da Askin rasentava lo zero. Bear Stearns, la più aggressiva delle banche, si mosse per valutare gli *asset* in possesso di Askin. Per non esser da meno le altre banche seguirono l'esempio. In un batter di ciglio, Askin e i suoi investitori avevano perso tutto. L'intero mercato dei CMO crollò" (MORRIS CH. R., *op. cit.*, 67). Analoga vicenda si ebbe per l'*hedge fund* Long-Term Capital Management (LTCM): "LTCM aprì nel 1994 dopo essere riuscito a raccogliere l'impressionante cifra di 1,25 miliardi di dollari degli investitori nell'offerta iniziale. Nella speranza di acquisire anche solo in parte i segreti delle tecniche di *trading* di Meriwether, Merrill, Goldman ed altre banche accettarono di prestare a condizioni estremamente generose, chiedendo garanzie praticamente nulle a copertura dell'esposizione e disinteressandosi delle posizioni del fondo [...] Come nel caso del fondo di David Askin, la caduta a spirale si rifletteva sulla continua richiesta di garanzie [...] Non restava altro che stringere i denti, respingendo per quanto possibile i *margin call* [...] mentre il capitale diminuiva di centinaia di milioni di dollari al giorno in attesa che cambiasse il vento" (MORRIS CH. R., *op. cit.*, 78 ss.).

³⁹⁵ Per l'analisi dell'applicazione del *mark-to-market*, da parte degli *hedge fund* e delle banche, alle CDO, v. MORRIS CH. R., *op. cit.*, 156 ss. L'Autore osserva come "c'è la tendenza a considerare le perdite *mark-to-market* come perdite fittizie. No, sono perdite reali: se abbiamo pagato 1000 dollari per qualcosa che ne vale solo 700, abbiamo perso 300 dollari". Viene al riguardo richiamata la vicenda di Bear Stearns (su cui v. *infra*, nota 447): "Ralph Cioffi, gestore degli *hedge fund* Bear si è difeso sostenendo di aver acquistato perlopiù *bond* CDO con doppia o tripla A, quindi di alta qualità, e su cui comunque non si erano verificate inadempienze. Ma non c'è bisogno di subire inadempienze per perdere valore. Il prezzo fissato per i CDO del 2005 e del 2006 presumeva che essi fossero sicuri quasi come i buoni del Tesoro americano. Ma non è così. Sono strumenti alquanto rischiosi. Ma siccome danno un rendimento soltanto analogo a quello dei buoni americani, il valore reale si riduce e continuerà a scendere man mano che aumentano le insolvenze. Vi sono prove che gli *hedge fund* specializzati nel credito non valutano con attenzione il proprio attivo. Secondo un'indagine della Deloitte Financial Services, meno della metà degli *hedge fund* stima il patrimonio secondo le migliori pratiche contabili o testa la resistenza a *stress* del proprio portafoglio sul mercato. In parecchi fondi, la valutazione del patrimonio era lasciata alla discrezione del gestore, malgrado l'ovvio conflitto di interessi. A

necessariamente costituito da prodotti strutturati) prestato nell'ambito dei contratti di *repo*, si ricordano i recenti casi *Luminent Mortgage Capital v. HSBC Securities*³⁹⁶; *Luminent Mortgage Capital v. Barclays Capital*³⁹⁷, in aggiunta a quelli già citati *supra* (*Granite Partners, L.P. v. Bear Stearns & Co.* e *American Home Mortgage Holdings, Inc. v. Lehman Bros., Inc.*³⁹⁸).

Si è già avuto modo di anticipare come il commento ufficiale del § 9-610 (3) dell'U.C.C. ritenga essere prudente non disporre del *collateral* nel caso in cui il mercato sia crollato. Sul punto, occorre

quanto pare, inoltre, alcuni hedge *fund* seguivano la pratica di scambiare tra di loro i propri *asset* a prezzi di favore, a volte con clausola di riacquisto per stabilire un prezzo di mercato fasullo. Le stime approssimative o fuorvianti, inoltre, aumentano a dismisura (e senza che nessuno se ne accorga) l'indebitamento e l'esposizione a rischio, ponendo le premesse per guai maggiori"; precisa ancora l'Autore che "se molti CDO e altri *bond* a rischio, ma non in sofferenza, recupereranno fino alla pari alla scadenza dei rimborsi, non considererò questo elemento come ripresa. Le svalutazioni decise adesso sono una misura del rendimento che il titolare dovrebbe ricevere per il possesso di uno strumento a rischio, includendovi l'attuale valore del rimborso. Quelle perdite si verificano durante la vita dell'obbligazione non si recuperano con il rimborso del capitale. I miliardi di dollari di svalutazioni subite dalle banche sono senza dubbio reali e hanno profondi effetti sull'attività economica" (174).

³⁹⁶ N° 07-CV-9340, ricorso archiviato (S.D.N.Y. 18 ottobre 2007) ove Luminent sostiene che HSBC aveva illegittimamente fatto propri circa 24 milioni di dollari di *bond* che le sue società controllate avevano trasferito in garanzia come collaterale per prestiti in base a un *repurchase agreement*: in particolare Luminent sostiene che HSBC ha falsato il valore dei *bond* e fatto richieste di margine improprie a seguito del calo del valore di mercato del titolo al di sotto di una soglia prestabilita. In tale caso vengono censurati *breach of contract*, violazione dell'obbligo di *good faith* e di *fair dealing*, l'illegittima appropriazione (*conversion*) e l'*unjust enrichment*. Sempre Luminent sostiene che il processo d'asta fu viziato e che HBSC non cercò di reperire offerte da parte di tipici soggetti commerciali o comunque non si comportò in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale e in buona fede nel valutare le garanzie.

³⁹⁷ N° 07-CV-10275, ricorso archiviato (S.D.N.Y. 13 novembre 2007) ove, analogamente al caso citato alla nota precedente, Luminent sosteneva che Barclays aveva fatto propri liquidandoli molti suoi *bond* dati in pegno sempre in relazione ad un *repurchase agreement*.

³⁹⁸ *cit.*, ove vengono sollevate questioni simili ai casi citati nelle note precedenti sia pure in un contesto di procedura concorsuale. AHM contestava la valutazione di Lehman dei titoli e sosteneva che il contratto di *swap* prevedesse meccanismi di protezione degli stessi per il caso di diminuzione del loro valore; affermava, inoltre, che Lehman non aveva fatto nessuno sforzo per ottenere offerte da fonti riconosciute per la valutazione dei titoli. Nel ricorso si censurava, tra l'altro, *breach of contract*, *conversion*, *unjust enrichment*; era stata chiesta anche la risoluzione del *repurchase agreement* in quanto Lehman aveva interrotto gli accordi di riacquisto e non era riuscita a liquidare il *collateral* in una maniera ragionevole sotto il profilo commerciale.

svolgere alcune riflessioni. Un problema interessante è, infatti, quello di un'attività finanziaria precedentemente liquida che di colpo diviene illiquida e che non riesce più a soddisfare la pretesa creditoria perché il relativo mercato non è più attivo. E' quanto accaduto nella crisi finanziaria dell'autunno 2008 ove molti prodotti strutturati, un tempo liquidi, di colpo (come le obbligazioni *Lehman Brothers*³⁹⁹) sono diventati illiquidi per la scarsa trasparenza dovuta alla nota vicenda dei mutui *sub-prime*; tale illiquidità, come anticipato, si è riflessa sull'intero comparto obbligazionario ove per molti titoli le compravendite sono state modestissime ed in alcune sedute il prezzo del giorno non è stato neanche rilevato per la scarsa presenza di compratori e, a volte, di venditori; in altri casi vi sono differenziali elevati tra prezzi di acquisto e prezzi di vendita. Peraltro, ciò può accadere pure in situazioni non eccezionali di mercato nel caso di obbligazioni emesse non da Stati sovrani (salvo casi del tutto eccezionali), ma da società.

³⁹⁹ Va ricordato come la natura improvvisa dell'illiquidità delle obbligazioni Lehman Brothers è dipesa dal fatto che, tranne alcune avvisaglie desumibili dalla forbice degli *spread*, fino al "lunedì nero" del 15 settembre 2008 sia il *rating* che il rischio di perdita di valore dello strumento finanziario in relazione all'andamento dei prezzi di mercato (VAR) hanno subito oscillazioni lievi senza mai segnalare il rischio di insolvenza; il *rating* del giorno antecedente la domanda di ammissione di Lehman al Chapter 11 dell'*U.S. Bankruptcy Code* era di un grado inferiore a quello del *rating* di un emittente sovrano tra le principali economie mondiali; l'amministrazione U.S.A. era intervenuta per il salvataggio, prima della vicenda Lehman, di Bear Stearns nonché della Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e della Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac); dopo la vicenda Lehman, interverrà per il salvataggio di Aig, Goldman Sachs e Morgan Stanley. Per la ricostruzione di tali vicende, v. GAGGI M., *op. cit.*; v. pure ANDREOTTI M.A., *Rassegna ragionata dei principali quotidiani internazionali sull'attuale crisi finanziaria*, dicembre 2008, in www.archivioceredi.it. Alcune avvisaglie dell'insolvenza si erano, tuttavia, avute il giovedì precedente il 15 settembre 2008 in cui la società aveva perso il 42% ed il 10 luglio 2008 in cui il titolo aveva perduto il 19%.

In linea di principio e di etica sarebbe corretto non vendere il *collateral* in caso di andamento al ribasso del prezzo dello strumento e di crollo del mercato secondo la prescrizione contenuta nel commento ufficiale dell'U.C.C. Ed infatti, nelle ipotesi di crollo dei mercati, piuttosto che escutere la garanzia, il creditore potrebbe e/o dovrebbe preferire, prudenzialmente, di trattenere le attività finanziarie in attesa che il mercato si stabilizzi o perché gli scambi sono talmente ridotti da non consentire un processo efficiente di formazione dei prezzi o perché quei prezzi stessi non riflettono il valore reale delle attività; tanto più poi che in situazioni di mercato come quelle attuali tale situazione di possibile non rappresentatività del valore alimenta il contagio anche a causa del panico e dell'allarmismo⁴⁰⁰. Ed infatti, senza

⁴⁰⁰ Tali considerazioni mi sono state suggerite dall'Avv. Alvisè Santangelo. Durante le crisi finanziarie si assiste a comportamenti poco razionali: "inevitabilmente si verificano richiami di garanzie, ondate di vendite dettate dal panico, proteste degli azionisti, e una fuga generale dalle attività a rischio che potrebbe raddoppiare o triplicare i danni" (MORRIS CH. R., *op. cit.*, 8) Parla di "dissociazione creata fra il prezzo di mercato e il valore intrinseco dei titoli", GALIMBERTI F., *I buoni proposti della bad bank*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2009, 17. Ricorda BUFACCHI I., *Bond strutturati*, *cit.*, 6 che "un'ondata di vendite ha travolto negli ultimi 22 mesi le cartolarizzazioni sui mutui e per effetto del contagio anche quelle sui crediti al consumo o sulle carte di credito, abbattendo tutti i prezzi sul secondario: stessa sorte è toccata ai Cdo, soprattutto quelli sintetici costruiti con credit default swap".

Si chiedeva GALIMBERTI F., *I dieci perché dello scossone*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2008, 3, ponendo l'attenzione sul problema della fiducia: "quanti sono i mutuatari che non pagheranno, e quali saranno le vere perdite delle banche una volta che avranno venduto la casa per rientrare del mutuo non pagato? Nessuno lo sa, ma qualsiasi ragionevole ipotesi è senz'altro inferiore a quel che suggeriscono i prezzi dei titoli che hanno dietro i mutui. E' possibile calcolare che in molti casi quei prezzi stimano implicitamente una probabilità di perdite pari al 70% dei soldi dati dalle banche per i mutui: un numero assurdo. Ma il mercato ha paura, non vuole toccare quei titoli, i prezzi crollano, il portafoglio di tante società finanziarie e fondi pensione deve registrare quelle perdite, il mercato abbassa il valore degli istituti che hanno dietro quei titoli tossici, e la palla di neve diventa una valanga. La sfiducia si allarga e rischia di infettare le decisioni di spesa di famiglie e imprese, ciò che potrebbe portare verso la recessione" (considerazioni riprese pure in GALIMBERTI F. - PAOLAZZI L., *Misure ok, fiducia ancora molto fragile*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 febbraio 2009, 6; tali valutazioni sono state alla base della scelta di Black Rock ed alcuni *hedge funds* di investire su questi titoli come riferito da RIOLFI W., *Lo*

considerare l'ipotesi in cui la ricerca di un prezzo di mercato può risultare estremamente difficoltosa, molto spesso il prezzo, laddove sia individuabile, non è nemmeno rappresentativo del valore, ragion per cui la vendita si ripercuoterebbe non solo a danno del debitore ma

smaltimento dei bad asset frenato da prezzo, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 4). Della stessa opinione è BUFACCHI I., *Bond strutturati*, cit., 6, la quale, riferendo il dato *ESF-Securitization data report* – Banca dei regolamenti internazionali – secondo cui al 30 settembre 2009 le cartolarizzazioni e le obbligazioni strutturate in euro e in dollari USA in circolazione avevano un valore nominale di oltre gli 8.500 miliardi di euro; mentre al 30 giugno 2008 i valori nozionali dei CDS ammontavano a 45.000 miliardi di euro – osservava che, se si parte dall'assunto secondo cui illiquido sia sinonimo di tossico, “il progetto di bad bank allo studio in Europa e negli Usa diventerebbe un'opera di pulizia mammut nominalmente da oltre 53000 miliardi”; precisando tuttavia che “queste dimensioni da capogiro sono per ora teoriche [...] perché titolo tossico non è sinonimo di cartolarizzazione né di credit default swap, né tantomeno di bond illiquido. In aggiunta, resta da vedere a quale prezzo gli asset tossici saranno venduti dalle banche alle bad bank”. Nell'ulteriore articolo di BUFACCHI I., *Cartolarizzazioni nel mirino*, cit., 3, viene riportata l'opinione di A. Perin, *managing director* di Finanziaria Internazionale e co-presidente della Commissione Italiana dell'ESF per il quale “occorre innanzitutto fare chiarezza e tracciare una netta distinzione tra titoli veramente tossici (alcune tipologie di Cdo per esempio) e titoli strutturati plain vanilla, non velenosi, come le mortgage backed securities su mutui residenziali di alta qualità non drogati dalle bolle speculative”. Sempre sull'estensione del concetto di “tossicità” che si è esteso dai mutui *sub-prime* ai derivati fino ad aver “rotto definitivamente qualsiasi argine”, v. BUFACCHI I., *L'escalation dei titoli <<tossici>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 5. Secondo MORRIS CH R., *op. cit.*, 150 “il limite alla creazione di CDO consiste nel trovare acquirenti per la quota inferiore (la tranche di rischio o dei rifiuti tossici) che possono assorbire le prime perdite da un intero portafoglio. Ora, vista l'enorme portata del comparto dei CDO, si deduce che c'è qualcuno che ha comprato una marea di rifiuti tossici finanziari. Ma chi?”; per Morris si tratterebbe degli *hedge funds*. Per il recente dibattito sull'istituzione della *bad bank* in Europa e U.S.A., v. rispettivamente CERRETELLI A., *E Bruxelles cerca una via comune sulla <<bad bank>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2009, 3 ove vengono riportate alcune dichiarazioni del Commissario europeo Joaquin Almunia e PLATERO M., *Salvabanche Usa con i privati*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2009, 31. In quest'ultimo articolo in particolare si fa riferimento all'istituzione di una “banca aggregatrice” caratterizzata dal coinvolgimento dei privati (in particolare *hedge fund* e *private equity*), “rivoluzionario rispetto al passato”, il che, consentendo di “identificare un prezzo di riferimento più congruo, dovrebbe restituire fiducia e una buona spinta psicologica agli investitori e accelera il processo di restituzione al mercato di questi titoli, che dovrebbero essere parcheggiati in attesa di tempi migliori”; viene al riguardo riportato il caso di Merrill Lynch la quale “cedette a 22 centesimi sul dollaro 31 miliardi di dollari di pacchetti finanziari rappresentativi di titoli immobiliari, i cosiddetti CDO, “collateralized debt obligation”. L'acquirente era un gruppo di fondi *private equity* chiamato Lone Star. Lone Star a sua volta si era protetta con una clausola che le consentiva di restituire i titoli tossici se i valori fossero scesi al di sotto di un certo minimo”.

anche dello stesso creditore: in tal senso potrebbe affermarsi che il criterio della ragionevolezza commerciale proprio perché diretto a garantire il *true marker value* tuteli non solo il debitore ma anche il creditore. La conferma che non sempre i prezzi di mercato sono rappresentativi di quello che è il valore reale di un'attività e che “i mercati finanziari non esprimono più, a mezzo dei prezzi, segnali ragionevoli di “valore””⁴⁰¹, può essere ricavata anche dalle recenti discussioni sull'inadeguatezza di valutare in bilancio le attività secondo il criterio del *fair value* di cui all'art. 2427-bis c.c.⁴⁰², il quale viene

⁴⁰¹ BINI M.-GUATRI L., *La ricerca del <<valore recuperabile>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 27.

⁴⁰² I titoli illiquidi difficili da negoziare non rappresentano solo un problema di liquidità ma anche un problema di bilancio. Come ricorda LINCiano N., *op. cit.*, 22, il principio IAS 39 “prevede che in mancanza di prezzi espressi da un “mercato attivo”, i titoli possano essere valutati facendo riferimento a prezzi espressi da transazioni recenti in condizioni di regolare funzionamento dei mercati, a prezzi relativi a strumenti finanziari simili ovvero a “metodi quantitativi”; in presenza di crisi quale quella subprime, le prime due modalità (transazioni recenti e prezzi di strumenti simili) non possono di fatto essere adottate a causa della indisponibilità di “transazioni recenti” dalle quali ricavare adeguati prezzi di riferimento e della scarsa standardizzazione dei prodotti strutturati; diventa quindi necessario utilizzare modelli e tecniche quantitative rispondenti alle guidance fissate dallo stesso principio IAS 39. In particolare tali guidance fanno riferimento a modelli generalmente accettati dal mercato e comunque al rispetto di una serie di procedure e criteri per assicurare l'indipendenza e la coerenza della valutazione rispetto alle variabili direttamente osservabili sul mercato”. Come visto, anche al fine di stabilire se l'escussione del *collateral* sia avvenuta a condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale si fa riferimento al “*fair market value*”: *First Fed. Sav. & Loan Ass'n v. Romano*, *cit.* Sul criterio del *fair value*, v. per tutti, DE ANGELIS L., *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2008, 48 ss. il quale predilige una traduzione dell'espressione in termini di “valore corrente”, “valore di scambio” o “valore potenziale di scambio” piuttosto che “valore equo”; a tale Autore si rinvia pure per l'analisi dei metodi di valutazione (119 ss.). Secondo i principi contabili IAS-IFRS il *fair value* è “il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili”. Sull'art. 2427-bis c.c., v. SCETTRI S.-STRAMPELLI G., *sub artt. 2423-ter – 2427-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Grezzi, M. Notari, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, Artt. 2410 – 2435-bis c.c., Milano, 2006, 567 ss.; ROSSI C., *Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2003, 1 ss. Anche in riferimento agli ordinamenti olandese e tedesco, si ritiene che i sistemi di controllo necessario *ex ante* ivi previsti dalla disciplina di diritto comune siano diretti a garantire il conseguimento del “*fair value*”: “the rationale of the different methods of enforcement available under Dutch

determinato (co. 3) mediante il “*mark-to-market*” (non è un caso che per tali ipotesi, come anticipato, anche la Banca d’Italia ricorra all’applicazione dei prezzi teorici); discussioni che hanno recentemente portato ad emendare il principio contabile internazionale dello IAS 39⁴⁰³ a cagione delle difficoltà legate all’individuazione dell’esatto valore di alcuni strumenti finanziari non azionari – ed in particolare quelli illiquidi difficilmente valutabili - detenuti in portafoglio⁴⁰⁴. Sennonché

and German law is to generate fair value so that the rights of the collateral provider and his other creditors not be prejudiced. In all cases, there is a mechanism in place that guarantees a more or less objective price, such as a public auction, the permission of a judge or an agreement *after* the moment of default. These mechanisms guarantee a level of objectivity, and prevent abuse by the security taker” (KEIJSER, op. cit., 281).

⁴⁰³ Il principio contabile internazionale IAS 39 è stato adottato con Regolamento CE n. 2086 del 19 novembre 2004 (in GUL 363 del 9 dicembre 2004).

⁴⁰⁴ Il prezzo, invero, di fatto esprime il giusto valore di un bene in condizioni di mercato normali; quando il mercato è turbato da circostanze anomale il prezzo sconta una sottovalutazione o sopravvalutazione degli *asset* rispetto al valore indicato in bilancio. Come ha osservato DE ANGELIS L., *op. cit.*, 119 ss. “talvolta [...] i prezzi di mercato sono poco significativi per l’individuazione del valore corrente di determinati strumenti finanziari, come accade ad esempio quando un mercato è poco attivo o non ben consolidato, ovvero i volumi trattati sono scarsi in relazione alla quantità degli strumenti da valutare; e talaltra, infine, un *market value* non è proprio disponibile, come quando gli strumenti da valutare non sono negoziati in alcun mercato organizzato – o regolamentato, o ufficiale – e per i prezzi dei medesimi non esiste alcuna rilevazione sistematica, per quanto ufficiosa. In tali ipotesi dovrà dunque farsi ricorso – per individuare con grado apprezzabile di approssimazione il *fair value* – ad altre tecniche valutative, che possono consistere, a seconda della varietà degli strumenti anzidetti, nell’analisi dei flussi finanziari attualizzati, in altri metodi di determinazione del prezzo delle opzioni o di diversi prodotti strutturati articolati in funzione di procedimenti di matematica finanziaria o di parametri desunti dall’applicazione di formule di finanza aziendale, od anche nell’astrazione di una fascia di valori entro cui possa ragionevolmente stimarsi ricadere il valore corrente dello strumento finanziario in esame”. Come viene ricordato (GNES P., *Regole contabili, la credibilità al test della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 novembre 2008, 27), a seguito del crollo delle quotazioni degli strumenti finanziari avutosi nella crisi dell’autunno 2008 - dipeso anche da fattori eccezionali che hanno fatto venir meno il regolare funzionamento dei mercati – il 13 ottobre 2008 lo IASB (*International accounting standards board*) sulla falsariga di quanto già deliberato dal FASB (*Financial accounting standards board, standard setter USA*) d’accordo con la *Security and Exchange Commission* il 10 ottobre 2008 (v. comunicato stampa reperibile sul sito www.iasb.org) ha autorizzato – con un emendamento del principio contabile IAS 39 immediatamente recepito dalla Commissione Europea con il Regolamento 15 ottobre 2008, n. 1004 – le imprese che adottano gli Ias a riclassificare le obbligazioni e altri titoli di debito, quotati in mercati divenuti “non attivi” e/o illiquidi, tra i titoli immobilizzati, valutabili al costo

storico anziché a prezzi di mercato: in particolare non vi è più l'obbligo di utilizzare il riferimento ai prezzi di mercato anche per i titoli negoziati potendosi invece fare riferimento al valore al 1° luglio 2008, cioè prima del grande crollo dei mercati finanziari e quindi ad un "costo cristallizzato" (la "sospensione" del *mark-to-market* era stata auspicata già da ZINGALES L., *Mark-to market, quella regola da sospendere*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 settembre 2008, in www.ilssole24ore.it; v. pure ID., *I nodi del mark-to-market e le modifiche agli accordi di Basilea*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 ottobre 2008, in www.ilssole24ore.it e la relativa facoltà, in relazione al FAS 157, era stata espressamente attribuita alla SEC dalla § 132 dell'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008). Pertanto, nel caso in cui l'entità che redige il bilancio in base agli ISFR attualmente in vigore debba valutare taluni strumenti finanziari al *fair value*, devono essere considerate le particolari condizioni di tensione del mercato finanziario di riferimento al momento della valutazione. Le norme IFRS richiedono infatti che il *fair value*, ove possibile, sia pari al prezzo di mercato degli strumenti finanziari oggetto di valutazione, ma specificano pure che col termine *fair value* si fa riferimento a un valore "equo" che deriva da normali e ordinate negoziazioni di mercato e non in condizioni di liquidazione forzata o di particolare *stress* per gli operatori, né tanto meno quando il mercato per i singoli strumenti o nel suo complesso è "illiquido" e/o "inattivo", come osservato negli ultimi mesi soprattutto sui mercati statunitensi (v. pure MEZZABOTTA C., *Novità LASB sulla riclassificazione degli strumenti finanziari*, in *Amm. e fin.*, 2, 2009, 22). Ciò non significa, però, che anche in condizioni di particolare *stress* dei mercati finanziari non esistano negoziazioni "normali", che possono regolarmente essere prese a riferimento per le valutazioni al *fair value* degli strumenti finanziari (MEZZABOTTA C., *op. cit.*, 22). Secondo il FASB e lo IASB, ora allineati nelle loro posizioni, quando non esistono "normali negoziazioni di mercato" e ciò non permette di utilizzare le quotazioni di mercato come *fair value* nella redazione dei bilanci, appare accettabile la determinazione del "valore equo" degli strumenti in portafoglio sulla base di ipotesi formulate direttamente dall'entità che redige il bilancio sui flussi finanziari futuri ricavabili da tali strumenti e sulla rischiosità degli stessi, utilizzando quindi modelli valutativi che facciano perno solo (o in gran parte) su tali ipotesi, invece che unicamente (o prevalentemente) su *input* ricavabili dal mercato (MEZZABOTTA C., *op. cit.*, 22-23 la quale auspica al riguardo che venga chiarito, possibilmente con esempi di situazioni specifiche, se e quando si possa considerare, in Italia, l'esistenza di un "mercato inattivo e/o illiquido", tenendo conto delle peculiarità degli scambi di Borsa del nostro Paese in termini di volumi e prezzi; ciò al fine di determinare se e in quali condizioni le norme concernenti l'utilizzo di modelli valutativi interni all'entità che redige il bilancio siano applicabili alla valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari quotati sui mercati italiani). In relazione a tale ultima ipotesi viene tuttavia rimarcato come, nel dibattito attuale, pur non essendo in discussione l'utilizzo del *fair value*, sia stato avviato un ripensamento su come applicare i principi rimuovendo le esasperazioni e le forzature: infatti, ripudiando il criterio del *mark to model*, con un'applicazione "ragionata" del *fair value* che tenga conto del valore fondamentale dello strumento finanziario (*fundamental value*), è possibile consentire una corretta rappresentazione delle voci di bilancio anche in situazioni esasperate di mercato (MEAZZA M. – ROCCA E., *op. cit.*, 4; ID., *Fair value congelato dal terzo trimestre*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 ottobre 2008, 2; ID., *L'Europa stringe sul "fair value". Strada complessa per il fair value*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 ottobre 2008, 13). E', ad es., il caso di quanto avvenuto in occasione della fusione per incorporazione di Wachovia in Wells Fargo ove, approfittando delle nuove disposizioni della *Security and Exchange Commission* è stato rivisto al ribasso il valore dei prestiti sofferenti non secondo l'interpretazione più stringente del *mark-to-market* ma secondo la logica del *fair value*, cioè guardando al valore intrinseco degli *asset* anziché a quanto i mercati sono disposti a pagarli in fasi di grandi incertezze (POGGI C., *Crisi: Wells Fargo compra Wachovia per 15,1 mld \$*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 ottobre 2008, in www.ilssole24ore.it); è

inoltre quanto proposto da Riccardo Banchetti consulente di PriceWaterhouseCooper, nell'intervista contenuta nell'articolo di LONGO M., <<Il Tier 1 resta solo un'illusione>>, in *Il Sole 24 Ore*, 17 marzo 2009, 39 il quale auspica la creazione di *bad bank* per gli attivi "problematici" (che non definisce "tossici"): "la bad bank deve essere come un fondo chiuso, con l'obiettivo di massimizzare il valore di vendita in un'ottica di lungo periodo: 10 o anche 20 anni. Per questo gli attivi devono essere ceduti non al prezzo di mercato attuale, ma al cosiddetto "fair value": cioè ad un valore che tenga conto di un mercato normalizzato e delle possibili rivalutazioni future [...] Il fair value dovrebbe essere valutato sulla base di alcuni stress-test, i più oggettivi e quantitativi possibile. Insomma si prende un portafoglio di attivi problematici e lo si "stressa", ipotizzando vari scenari, per vedere come va in futuro. Così si fissa il prezzo". L'esigenza di privilegiare il "valore recuperabile" emerge da un Convegno tenutosi all'Università Bocconi di Milano il 25 febbraio 2009 di cui dà notizia MEAZZA M., *Test prudenti sulle perdite*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 27; v. pure BINI M.-GUATRI L., *op. cit.*, 27 i quali sottolineano l'esigenza di, "nei limiti consentiti dalle complicate norme che costituiscono gli Ias/lfrs, immaginare altre vie che sappiano evitare gli scogli sui quali le scelte "ordinarie" andrebbero inesorabilmente a infrangersi, con conseguenti sopra o sotto valutazioni": in tale direzione sembra essersi mossa anche la *Security and Exchange Commission* (ROCCA E., *La Sec in campo per <<salvare>> il mark-to-market*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2009, 3 relativamente al SEC REPORT TO CONGRESS ON MARK-TO-MARKET ACCOUNTING, DELIVERED, DEC. 30, 2008, in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf> con cui la stessa in attuazione del § 133 dell'*Emergency Economic Stabilization Act* del 2008 ha deciso di non sospendere il *mark-to-market*.)

Sul punto è intervenuto anche il presidente della *Federal Reserve* Bernanke per il quale il *mark-to-market* non va sospeso ma "aggiornato": "si tratta della tecnica che attribuisce valori teorici di mercato a titoli in portafoglio delle banche, aggiornandoli con i movimenti a breve del valore teorico del titolo; la tecnica ha due obiettivi, garantire la trasparenza dei portafogli e tenere sotto controllo la posizione di liquidità della banca: se un titolo registrato a cento con scadenza a dieci anni vale 50 al quinto anno, la sua valutazione – teorica – perché la banca non intende venderlo, peggiora la posizione di liquidità dell'istituto. E finisce per fare da volano negativo nel momento in cui i mercati passano un momento di instabilità strutturale come l'attuale" (PLATERO M., *Crisi, il mea culpa di Bernanke*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 marzo 2009, 2).

Per le più recenti iniziative del FASB, v. RIOLFI W., *Via il mark to market? La Borsa spicca il volo*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 6.

Sempre sull'emendamento al principio dello IAS 39, v. ROCCA E., *Nuovo IAS 39: il sigillo UE lo rende più docile*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 13-14 il quale riferisce pure che gli emendamenti non si occupano della determinazione del *fair value* nei casi in cui un mercato non sia più attivo e che in proposito occorre fare riferimento al documento IASB EXPORT ADVISORY PANEL, *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active* emanato nel mese di ottobre 2008 dagli esperti Iasb (analogo a quello emanato dal Fasb il 10 ottobre 2008) reperibile sul sito Internet www.iasb.org, v. pure IASB, *Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active. An IASB Staff Summary*, ottobre 2008, reperibile anch'esso sul sito Internet www.iasb.org. QUAGLIO A., *Illiquide oppure insolventi?*, in *Plus24*, *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 15 ricorda come "Blackstone, secondo Bloomberg, ha abbattuto al 100% il valore di <<alcuni miliardi di dollari di debito acquistati l'anno scorso da Deutsche Bank>>. Il megafondo ha applicato rigorosamente il *mark-to-market* e non si è avventurato in stile di <<valori recuperabili>> per i suoi attivi distrutti".

vi è una tendenza a considerare come sinonimi l'“illiquidità” del titolo e la “tossicità” dello stesso⁴⁰⁵.

Alla scelta (forzata) di attendere il ristabilirsi delle condizioni di mercato pare essere stata costretta anche la BCE per le esposizioni nei confronti di *Lehman Brothers* ed altre banche insolventi⁴⁰⁶.

Tuttavia, in pratica, non è possibile, come nell'attuale fase, stabilire quanto possa durare una crisi finanziaria; inoltre, non è nemmeno facile distinguere i titoli semplicemente illiquidi da quelli “tossici”⁴⁰⁷; ancora - si potrebbe obiettare - non sarebbe lecito

Anche per le imprese che non utilizzano i principi contabili internazionali l'art. 15 co. 13 della L. 28 gennaio 2009, n. 2 di conversione con modifiche del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. decreto anti-crisi) ha consentito, in via eccezionale, di evitare di svalutare le partecipazioni inserendo le attività finanziarie non destinate a permanere durevolmente nel patrimonio (attivo circolante) in base al loro valore di iscrizione (e non al minor valore di realizzazione desumibile dal mercato) risultante dall'ultimo bilancio o dall'ultima relazione semestrale purché non si tratti di perdite durevoli (in argomento, v. IORI M., *Sui titoli dell'attivo riemerge il <<costo>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 11-12; RANOCCHI G.P.-VALCARENGHI G., *Misure anti-crisi <<pesate>> dai bilanci* e PELLEGRINO S., *Svalutazione dei titoli da rinviare*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 3).

⁴⁰⁵ Secondo BUFACCHI I., *Bond strutturati*, cit., 6, adesso per titolo tossico si intende più genericamente un *bond* illiquido che ha un prezzo di mercato secondario sotto la pari che non necessariamente riflette il suo valore e sotto questo cappello finiscono anche molte obbligazioni societarie, colpite dalla recessione (per esempio i *bond* del settore automobilistico). Tuttavia la stessa Autrice osserva piuttosto che “la tossicità deriva dalla valutazione errata del rischio *subprime* (anche per la cattiva informativa sui mutui) e dal fatto che il tasso di *default* potenziale dei *subprime* si è nascosto tra le pieghe di prodotti strutturati molto complessi come i Cdo contrassegnati dal rating AAA”; chiarisce GALIMBERTI F., *I buoni proposti*, cit., 17: “il problema è che se un Cdo aveva dentro solo un pezzetto di mutui *subprime*, nessuno li vuole più toccare: sono troppo complicati e si rischia l'infezione”.

⁴⁰⁶ Nel trafiletto di ROMANO B., *Per Francoforte esposizione di 10 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 marzo 2009, 3, viene riferita la notizia che “la BCE ha rivelato un'esposizione di 10,3 miliardi di euro nei confronti di cinque banche fallite l'anno scorso: oltre a Lehman, anche tre banche islandesi e una olandese. Questi istituti di credito hanno partecipato a operazioni di rifinanziamento senza ripagare il debito alla Bce e lasciando a quest'ultima collaterale che nel frattempo si è fortemente svalutata. In attesa di tempi migliori, il consiglio direttivo ha quindi deciso di effettuare accantonamenti per 5,7 miliardi”.

⁴⁰⁷ Proprio tale difficoltà è ritenuta essere alla base dell'insuccesso della misura proposta consistente nell'acquisto, ad opera degli Stati, dei titoli illiquidi; si è trattato di un “autentico dilemma del prigioniero attorno al prezzo ignoto del veleno”: nel piano *Troubled Assets Relief*

prescindere dalle condizioni di bisogno immediato di liquidità in cui può trovarsi il *collateral taker* il quale sarebbe, a questo punto, il vero danneggiato, poiché il mancato realizzo immediato della garanzia rischierebbe di non consentirgli il recupero integrale del credito⁴⁰⁸: in tali ipotesi l'escussione della garanzia oltre che essere ragionevole sotto il profilo commerciale si presenterebbe pure conforme al canone di buona fede⁴⁰⁹.

Program (TARP) del Ministro del Tesoro del Governo Bush, “Paulson si proponeva di acquistare i *troubled assets* dalle banche e dagli altri istituti finanziari che li possedevano, in modo da ripulire i bilanci e rimuovere così la sfiducia che aveva paralizzato il sistema. Paulson però si accorse presto che di *troubled assets* ne stavano circolando in quantità e con presunti valori incontenibili nel suo stanziamento di 700 miliardi e che, in ogni caso, sull'accertamento esatto di quei valori ai fini dell'acquisto l'intesa era più che difficile. Il Tesoro pensava infatti di acquistare al prezzo più basso possibile per non inquietare il contribuente che pagava, le banche pensavano che in futuro quegli stessi assets avrebbero potuto recuperare e non erano quindi disposte a svenderli”; lo stesso a dirsi per la proposta del nuovo Ministro del Tesoro del Governo Obama Geithner sulla proposta “vaga” di istituire una *bad bank*: la vaghezza della proposta si spiega “per la stessa ragione per cui aveva fallito Paulson, vale a dire i *troubled assets* non hanno un valore di mercato e non c'è intesa sul possibile prezzo di acquisto da parte della *bad bank*” [AMATO G., *Titoli tossici, preferisco il sidecar di Gorge Soros*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 febbraio 2009, 2; anche RIOLFI W., *Lo smaltimento dei bad asset*, *cit.*, evidenzia che “il problema rimane quello del prezzo. Le banche, se non con l'acqua alla gola, lo vorrebbero alto per cedere i titoli. Gli investitori, specie se privati, il più basso possibile. E' per questo che fatica a farsi strada l'idea della *bad bank*”; sempre su tale punto osserva GALIMBERTI F., *I buoni propositi*, *cit.*: “come vengono valutati i titoli trasferiti alla *bad bank*? Questa è in effetti la domanda da un milione di dollari (o, per essere in linea coi tempi, da un trilione). Se questi titoli vengono valutati al valore di mercato, la banca che li cede registra una minusvalenza tale che la può far fallire. Se vengono valutati più del valore di mercato si alzano le proteste di quanti dicono che lo Stato fa un regalo alle banche. Ma quest'ultima soluzione è inevitabile: il mercato in questo caso non funziona, dà una stima esageratamente bassa del valore di questi titoli”]. Per un'analisi delle varie proposte formulate per neutralizzare gli *asset* tossici, v. BOCCIARELLI R., *Scudo o bad bank? Si cerca l'antidoto per i titoli tossici*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 2; v. pure DEBENEDETTI F., *La tossicità invisibile*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 1 e 4.

⁴⁰⁸ E' questa l'opinione espressami personalmente dalla Prof.ssa Rita Moroni.

⁴⁰⁹ A tal proposito va considerato che, in relazione alla clausola generale di buona fede e correttezza intesa come obbligo di salvaguardia, viene precisato che l'“impegno di solidarietà, che si proietta al di là del contenuto dell'obbligazione e dei doveri di rispetto altrui, trova il suo limite nell'interesse proprio del soggetto. Il soggetto è tenuto a far salvo l'interesse altrui ma non fino al punto di subire un apprezzabile sacrificio, personale o economico. In mancanza di una particolare tutela giuridica dell'interesse altrui non si giustificerebbe infatti la prevalenza di esso sull'interesse proprio del soggetto. Quale obbligo di salvaguardia la buona fede può

dunque essere identificata come *l'obbligo di ciascuna parte di salvaguardare l'utilità dell'altra nei limiti in cui ciò non importi un apprezzabile sacrificio* (BIANCA C.M., *Diritto civile, cit.*, 505 richiamando Cass., 18 luglio 1989, n. 3362, in *Foro it.*, 1989, I, 2753, con nota di DI MAJO A. e in *Giur it.*, 1990, I, 1, 1137, con nota di VALIGNANI M., nonché Cass., 20 luglio 1989, n. 3386, *ivi*, I, 1, 622 con nota di VALCAVI G.); sempre in tema viene fatto espresso riferimento alla ragionevolezza da parte di chi ritiene che “la buona fede oggettiva obbliga ciascuna parte a comportarsi – nell’ambito del rapporto contrattuale - in modo da non pregiudicare, e anzi da *salvaguardare il ragionevole interesse di controparte, quando ciò non comporti a suo carico nessun apprezzabile e ingiusto sacrificio*” (ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001, 497).

Il quotidiano *la Repubblica* del 9 ottobre 2008 nell’articolo “*JP Morgan fa cassa con le azioni Tiscali*” a firma di PAGNI L. (pag. 28) riportava la notizia che la banca JP Morgan Chase aveva venduto due giorni prima azioni Tiscali che aveva ricevuto in garanzia da Renato Soru in occasione di un prestito concessogli per permettere la sottoscrizione di un aumento di capitale. In quel caso pare che ci fosse un accordo che consentiva alla banca di vendere i titoli se fossero scesi sotto un determinato valore di borsa. JP Morgan Chase ha esercitato questo diritto ed il prezzo del titolo è sceso talmente tanto che per un certo periodo le contrattazioni sono state sospese. In tal caso, sul principio della ragionevolezza commerciale è prevalso l’interesse del creditore a non vedere svalutata la propria garanzia. La stessa Prof.ssa Moroni mi ha chiarito che occorre in ogni caso distinguere a seconda del tipo di strumenti finanziari che sono oggetto della garanzia: nel corso della crisi finanziaria attuale ad essere compromessi sono i valori delle azioni e dei *corporate bond* (obbligazioni di banche e di imprese), mentre ad essere costituiti in garanzia sono quasi sempre titoli pubblici, proprio perché presentano rischi modesti di variazione dei prezzi. Sennonché, come fatto rilevare da BUFACCHI I., *Bond bancari i veri concorrenti, cit.*, 7, a seguito del Decreto “salva-banche” n. 157 del 2008 le obbligazioni bancarie garantite dallo Stato vengono collocate presso altre banche proprio per poi essere utilizzate come garanzie collaterali per le operazioni di finanziamento presso la BCE così creando l’ennesimo circolo vizioso. La stessa Bufacchi osserva che il mercato secondario delle operazioni bancarie garantite dallo Stato dovrebbe restare pur sempre meno trasparente e liquido di quello di un titolo di Stato; al riguardo è stato evidenziato il paradosso per cui costa più un CDS sul debito di uno Stato che su quello degli istituti di credito garantiti da quello stesso Stato: “perché se la paura del debito fuori controllo è la causa di questa risalita dei rendimenti e dei crescenti costi dei Credit default swap [...], la reazione dei mercati è assolutamente irrazionale. In Italia, il costo di un Cds a 5 anni sui Bpt è di 184 punti base: 35 più del costo per assicurare il debito di Unicredit e 49 più di quello di Intesa, due banche che in teoria potrebbero avere bisogno di finanziamenti pubblici. E se è assurdo che il salvatore venga stimato meno di chi chiede aiuto, è anche illogico che i cds su banche in ben più seria difficoltà, come Deutsche Bank o Rbs, costino meno di quelli di Unicredit e Intesa che per ora non hanno chiesto un centesimo allo Stato” (RIOLFI W., *La furia del ribasso sui titoli bancari*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 gennaio 2009, 32; sulle anomalie delle quotazioni delle CDO e sul loro valore segnaletico per prendere decisioni di investimento anche in azioni, v. pure GUIDONI F., *Dai Cds un assist a Eni e Finmeccanica*, in *Borsa&Finanza*, 24 gennaio 2009, 15; LONGO M., *Le polizze anti-crack al record*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 marzo 2009, 3; secondo RIOLFI W., *Lo smaltimento dei bad asset, cit.*, 4 poiché “la quantità di carta a rischio nei portafogli delle istituzioni finanziarie è talmente tanta che anche una ragionevole valutazione secondo un modello può generare delle voragini”, allora “il sospetto è che le nuove svalutazioni siano più il risultato della troppa carta che emerge da fuori bilancio che da una questione di fair value”). Va comunque ricordato che la BANCA D’ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009, cit.*, 6, assimila per le operazioni del

Nonostante la possibile rilevanza del commento ufficiale dell'U.C.C., le Corti di New York hanno stabilito che la vendita immediata in *foreclosure* degli *asset* non è irragionevole sotto il profilo commerciale anche quando sia stata effettuata in un mercato in ribasso o crollato⁴¹⁰; nello stesso senso si è espressa la giurisprudenza inglese⁴¹¹.

mercato interbancario sul segmento Mic le attività/passività garantite dagli Stati ai titoli governativi o emessi da organismi internazionali.

Una vicenda analoga a quella Tiscali è riportata sul *Il Sole 24 Ore* del 5 dicembre 2008 nell'articolo "Il fondo dei Guggenheim pignorato da JP Morgan" a firma di PLATERO M. (pag. 33) in cui è riportata la notizia che la stessa banca JP Morgan Chase ha venduto strumenti finanziati detenuti in garanzia per recuperare liquidità a prezzi "fallimentari, fatto questo che ovviamente peggiora le condizioni del mercato dei mutui immobiliari commerciali, valutato in mille miliardi di dollari".

⁴¹⁰ In *Summer v. Extebank*, 88 A.D.2d 887, 888 (1 st Dep't 982) è stato chiarito che di fronte "al suo collateral che si sta svalutando rapidamente, [il creditore] non soggiace all'obbligazione di mettere a repentaglio la sua posizione ancora più oltre" aff'd as modified, 58, N.Y. 2d 1087 (1983). Oltre a tale pronuncia si ricordano i casi *Chemical Bank v. Haseotes*, No. 93 Civ. 2846, 1994 WL 30476, at 4 (S.D.N.Y., 1 febbraio 1994) ove è stato deciso che un creditore garantito non ha l'obbligo di ritardare la vendita rischiando di perdere una buona liquidazione del *collateral* nella speranza che un mercato precedentemente dimostratosi volatile possa rimbalzare a beneficio del debitore; *SNCB Corp. Fin. Ltd. v. Schuster*, 887 F. Supp. 820, 828 (S.D.N.Y. 1994) secondo cui "sul creditore garantito non grava l'obbligazione di ritardare la vendita del collateral, in presenza di asset il cui valore di mercato è in ribasso, nella speranza di ottenere un prezzo più alto, salvo che le modalità di tempo della vendita non la rendano irragionevole sotto il profilo commerciale" aff'd, 71 F.3d 406 (2d Cir. 1995). In *Bankers Trust Co. v. J.V. Dowler & Co.*, 47 N.Y.2d 128, 136 (1979) la Corte d'appello dello Stato di New York ha deciso che una vendita di *bond* è ragionevole sotto il profilo commerciale quando il soggetto garantito che ha effettuato il prestito abbia disposto degli stessi sollecitamente non appena si sia manifestato il calo del loro valore sul mercato. Secondo un'opinione taluno potrebbe addurre che attendere il ristabilirsi delle condizioni di mercato in presenza di una situazione di illiquidità e di perdita di fiducia sia saggia scelta economica, come testimonierebbero i quattro giorni di "Bank holiday" imposti da Roosevelt il 5 marzo 1933, nel giorno successivo al suo insediamento (HENRY R.A., *op cit.*; senonché, osserva ZINGALES L., *Non basterà una bank holiday*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio 2009, 1, "se allora bastava una settimana per capire i bilanci delle piccole banche locali americane, oggi occorrerebbero mesi se non anni".

⁴¹¹ *Tse Kwong Lam v. Wong Chit Sen* [1983] 1 W.L.R. 1349 (nell'esercizio del potere di vendita chi ha dato in prestito non è obbligato a ritardare l'esercizio del potere nella speranza di ottenere un prezzo più alto); *China and South Seas Bank Ltd. v. Tan* [1990] 1 A.C. 536 ("the mortgagee is not obliged to exercise the power of sale even if advised to do so, or if assets are depreciating, however advantageous a sale might be to the mortgagor").

Da ultimo, di fronte ai conflitti relativi alla decadenza dal beneficio del termine, alla preordinazione e subordinazione dei pagamenti, i *security trustee* delle operazioni di cartolarizzazione⁴¹², alla luce dell'ambiguità delle clausole contrattuali, hanno adito le autorità giudiziarie alla ricerca di direttive da seguire nella ricostruzione del significato della “*waterfall*”, ossia l'ordine dei pagamenti prestabilito nella documentazione contrattuale. Gli intestatari di titoli *junior* e *mezzanine*, spesso *hedge fund* che intendono limitare le loro perdite, sostengono che alcuni dei flussi di cassa delle CDO, secondo le previsioni contrattuali, dovrebbero essergli assegnati; un'interpretazione che ovviamente viene avversata dai titolari di CDO *senior*⁴¹³.

Relativamente al tempo dell'esercizio dei poteri di autotutela da parte del *collateral taker*, in senso contrario all'orientamento da ultimo ricordato, di particolare interesse è il recentissimo caso *Bank of New York v. Montana Board of Investments*⁴¹⁴ in cui la *London Chancery Court*, facendo applicazione della legge di New York cui il contratto era

⁴¹² Nelle operazioni di cartolarizzazione il *trustee* è la parte che è, secondo gli accordi contrattuali, responsabile di assicurare l'osservanza degli stessi in ordine alla destinazione dei flussi di cassa derivanti dagli *asset* sottostanti al pagamento delle cedole e al rimborso delle *tranche* da quelle con *rating* più alto (*investment grade*) a quelle con *rating* più basso o senza *rating* (*non-investment grade*). In ogni domanda i *trustee* sollevano la questione relativa alla destinazione delle somme ricavate depositate su conti presso terzi e che vengono trattenute fintanto che la corte indichi le direttive sulla loro sorte.

⁴¹³ Su tali questioni si veda *Deutsche Bank Trust Company v. Lacrosse Financial Products LLC*, (N.Y. Sup. Ct., 3 dicembre 2007).

⁴¹⁴ [2008] EWHC 1584 (Ch.) del 10 luglio 2008. Sulla pronuncia v. il breve commento di HAWKINS H.R.-HALSTEAD E.M., *Bank of New York v. Montana Board of Investments: limitation on the power of senior note holders to direct foreclosure and liquidation of a structured investment vehicle*, in *Butterworths Journ. Int'l Banking & Fin. Law*, 2008, October, 497.

assoggettato, ha deciso che *Montana Board of Investments*, titolare di *Asset-Backed Securities* (ABS)⁴¹⁵ – *senior tranche* emesse dalla *Structured Investment Vehicle* (SIV)⁴¹⁶ *Orion Finance Corp.* non aveva il diritto di condizionare le scelte del *security trustee Bank of New York* – al quale gli *asset* della SIV consistenti in *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS)⁴¹⁷ erano stati costituiti in garanzia a beneficio di tutti gli intestatari di titoli - in ordine al tempo, alle modalità ed al luogo della vendita del *collateral* conseguente al *default* della società veicolo dipeso dal declassamento del suo *rating*⁴¹⁸.

⁴¹⁵ Gli *Asset Backed Securities* (ABS) sono titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione che hanno come garanzia sottostante un portafoglio di attività finanziarie di diversa natura (per esempio crediti commerciali, finanziamenti auto, crediti al consumo, crediti derivanti da transazioni di carta di credito, crediti derivanti da prestiti erogati a studenti). Ciò significa che il rimborso e la remunerazione degli investitori in ABS (cioè il pagamento di capitale ed interessi) dipendono dai pagamenti effettuati dai debitori sottostanti. Su tali titoli, v. VITUCCI M., *op. cit.*, 400 ss.

⁴¹⁶ Si tratta di un organismo che, nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione, finanzia l'acquisto delle proprie attività mediante l'emissione di *commercial paper* o di titoli di debito a medio termine e usa questi fondi per comprare titoli a lungo termine: la differenza tra il rendimento dei titoli a lungo termine (più alto) e il costo del finanziamento a breve termine (più basso) rappresenta il suo utile, con il rischio tuttavia che i titoli a lungo termine nel portafoglio della SIV possono perdere di valore fino a scendere al di sotto della passività costituita dai *commercial paper* emesse e così diventare insolvente. Più in generale l'operazione di cartolarizzazione si caratterizza per la presenza del c.d. *conduit* definito anche *special purpose vehicle* il quale non deve avere formali legami con la banca *originator* altrimenti verrebbero riconosciuti come parte integrante del gruppo e i loro bilanci dovrebbero essere consolidati, ciò che negherebbe il trasferimento del rischio che si vuole operare con la cartolarizzazione e gli effetti sui requisiti di capitale.

⁴¹⁷ I *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS) sono titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione che hanno come *asset* sottostante un portafoglio di mutui ipotecari residenziali. Anch'esse vengono emesse da società veicolo create dalle banche *originator* e pure qui i titoli sono segmentati secondo il grado di rischiosità; è possibile creare inoltre anche CDO sintetici che comprendono RMBS di diverso grado di rischio. Nell'ambito della categoria delle *Mortgage Backed Securities* (MBS) rientrano pure le *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS) il cui sottostante è costituito da crediti commerciali.

⁴¹⁸ Il 30 novembre 2007 l'agenzia Moody's aveva declassato il *rating* dei titoli a medio termine di Orion. L'effetto del declassamento aveva determinato un "*automatic enforcement event*" in forza del quale il *security trustee Bank of New York* aveva acquisito l'esclusivo controllo sugli *asset* della società veicolo costituiti in garanzia e l'"*esclusivo diritto*" di disporre degli stessi. Il 14 gennaio

Di fronte all'estrema illiquidità del mercato delle RMBS costituite in garanzia, i titolari di ABS-*senior* preordinate sostenevano di essere legittimati ad esigere che il *trustee* liquidasse il *collateral* mediante una vendita in *foreclosure* “*il prima possibile secondo ciò che è ragionevolmente praticabile*”⁴¹⁹; per contro, i titolari di ABS-*senior* subordinate pretendevano che, dovendo il *trustee* massimizzare il valore degli *asset* a beneficio di tutti gli intestatari (compresi i titolari di ABS-*junior*) e non soltanto di quelli *senior* privilegiati, la vendita venisse differita nel tempo in attesa che il mercato si stabilizzasse⁴²⁰.

2008 alcune obbligazioni di Orion rimanevano inadempite in quanto la società veicolo non aveva fondi sufficienti per pagare. L'*advisor* finanziario del *trustee* avvertiva quest'ultimo che, considerata “*l'estrema illiquidità sul mercato*”, qualora tutto il *Collateral* fosse stato venduto in quel momento, era “*verosimile*” che il ricavato della vendita non sarebbe stato sufficiente a soddisfare le obbligazioni della società veicolo (20). A seguito di tale indicazione il *trustee* decide di non vendere immediatamente il *Collateral*. Secondo il contratto di garanzia l'insufficienza della vendita del *Collateral* a soddisfare le obbligazioni avrebbe costituito un'ipotesi di *default*. A seguito di ciò tutte le ABS-*senior* restavano inadempite e diventavano esigibili. Il *trustee* successivamente ha cercato di ristrutturare il debito della società veicolo al fine di evitare la vendita del *collateral*. Ciò nonostante, il progetto di ristrutturazione è stato respinto da tutti gli intestatari dei titoli *senior*, tra i quali vi erano Montana Board of Investments ed altri due soggetti intestatari di titoli *senior* subordinati. Montana Board in particolare inviava al *trustee* l'invito a procedere ad una vendita pubblica in *foreclosure* del *Collateral* su New York entro e non oltre tre giorni; vendita da effettuare “*in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale secondo quanto previsto dalla sezione 9-610 dell'U.C.C. dello Stato di New York ed in conformità con [...] il contratto di garanzia*” (25). Gli intestatari dei titoli *senior* subordinati, per contro, si opponevano alla vendita pubblica per *foreclosure* e davano istruzioni contrarie al *trustee* perché lo stesso non liquidasse nessuno dei beni costituiti in garanzia. Di fronte alla disputa in ordine alla liquidazione o meno del *Collateral*, il *trustee* decide di adire la *Chancery Division* per ottenere una pronuncia giudiziale nei confronti degli intestatari delle ABS-*senior* e *senior* subordinate. Nonostante il giudizio sia stato incardinato in Inghilterra, la Corte ha applicato la legge di New York cui il contratto di garanzia era assoggettato.

⁴¹⁹ (70).

⁴²⁰ Come ricorda CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 29, “il più delle volte, i <<regolamenti di emissione>> delle CDO prevedono che il pagamento delle successive *tranches* sia subordinato a quello delle altre già in circolazione, di modo che le obbligazioni delle ultime categorie presentano una componente di rischio aggiuntiva (anche se, al contempo, un rendimento più alto)”

Nell'escludere che il contratto di garanzia attribuisse all'intestatario di titoli *senior* il diritto di vincolare il *trustee* nelle scelte relative al tempo, al luogo e alle modalità della vendita del *Collateral*⁴²¹, la Corte ha altresì negato che il contratto “*impon[e] specifiche modalità temporali per la liquidazione*” degli *asset*⁴²². Pertanto, viene riconosciuta al *trustee* assoluta libertà di azione in ordine alla conduzione della fase di liquidazione del *Collateral* ponendo l'accento sulla circostanza che la lettera del contratto attribuiva al *trustee* l'esclusivo diritto di esercitare il controllo sulla garanzia.

L'aspetto interessante ai fini della problematica relativa al tempo dell'escussione è l'affermazione della Corte secondo cui, qualora il *trustee* avesse seguito le istruzioni degli intestatari dei titoli *senior* nella vendita del *Collateral* “*il prima possibile secondo ciò che è ragionevolmente praticabile*”, lo stesso sarebbe potuto incorrere nella violazione del § 9-610 dell'U.C.C.: segnatamente, secondo la Corte, la predetta espressione potrebbe non essere sinonimo di “*ragionevole sotto il profilo commerciale*” ed accordare agli intestatari dei titoli *senior* privilegiati la facoltà di imporre le modalità di vendita avrebbe potuto anche significare il riconoscimento alle parti del potere di derogare al requisito della ragionevolezza commerciale il che è specificamente proibito dalla sezione 9-602 (g) dell'U.C.C.⁴²³.

⁴²¹ [6 (1)].

⁴²² Pur prevedendo che il *trustee* dovesse incassare il ricavato della vendita, la Corte ha ritenuto che il contratto non contemplava specifiche modalità temporali inerenti al momento in cui lo stesso dovesse pagare gli intestatari dei titoli *senior*; come pure che il contratto “*non richiede[va] necessariamente che, in presenza di determinate circostanze, il Collateral ven[isse] liquidato per intero*” (67).

⁴²³ (71).

In tal modo, la decisione della *London Chancery Court* risulta di segno contrario alla giurisprudenza statunitense citata *supra* dal momento che non esclude che, in astratto, la ragionevolezza commerciale dell'escussione possa ricorrere anche nell'ipotesi in cui la vendita del *Collateral* non sia immediata ma venga differita nel tempo⁴²⁴: al riguardo la Corte invoca proprio il commento ufficiale al § 9-610 del N.Y. U.C.C. il quale prevede che “*potrebbe essere, per esempio, prudente non disporre dei beni quando il mercato è crollato*”; come pure viene invocato il § 9-611 (d) dell'U.C.C. il quale consente alla parte di procedere ad una rapida vendita in *foreclosure* senza darne notizia se il *Collateral* sia “*deteriorabile o possa subire un veloce calo del suo valore ovvero sia di un tipo venduto solitamente su un mercato riconosciuto*”⁴²⁵.

Nell'attuale congiuntura la decisione – che comunque non costituisce un precedente vincolante per le corti statunitensi - potrebbe essere invocata per sostenere che la vendita immediata in *foreclosure* in una situazione di mercato altamente critica è commercialmente

⁴²⁴ Secondo la Corte il *trustee* era posto di fronte all'alternativa di vendere il *Collateral* e pagare gli intestatari dei titoli *senior* ovvero trattenere il *Collateral* nella speranza che le condizioni del mercato potessero migliorare allo scopo di pagare così, eventualmente, anche i titolari di ABS-*senior* subordinate. Secondo la Corte non era revocabile in dubbio che il *trustee* dovesse agire a beneficio di entrambe le classi mentre stando all'orientamento giurisprudenziale statunitense sembrava che il *trustee* dovesse agire a beneficio dei soli intestatari dei titoli *senior*. E' evidente infatti che, escludendo l'obbligo del *trustee* di liquidare immediatamente il *Collateral*, vi era il rischio che gli intestatari dei titoli *senior* potessero essere soddisfatti in misura inferiore qualora il valore degli *asset* costituiti in garanzia avesse continuato a diminuire.

⁴²⁵ Nell'ottica dell'U.C.C. è evidente, infatti, che nel caso di deterioramento o veloce calo del valore, l'avviso dell'atto di disposizione costituirebbe, presumibilmente, un intralcio nell'acquisizione del massimo valore del *collateral* nel corso di una rapida vendita. Per il *collateral* “solitamente venduto su un mercato regolamentato”, invece, è il mercato a stabilire il prezzo della vendita e, pertanto, la supervisione del debitore sulla vendita in *foreclosure* non dovrebbe essere necessario.

irragionevole e che il *collateral taker* dovrebbe attendere un miglioramento delle condizioni del mercato dei particolari *asset* costituiti in garanzia.

Va comunque rimarcato che, secondo la Corte, la libertà di azione del *trustee* in ordine alla scelta del momento in cui vendere il *Collateral* deve pur sempre conformarsi allo *standard* della ragionevolezza commerciale. Le parti in causa e la Corte non hanno, infatti, discusso se *in concreto* il differimento della vendita in *forclosure* degli *asset* costituiti in garanzia sia stata ragionevole sotto il profilo commerciale nella corrente situazione di mercato⁴²⁶. Al riguardo la Corte ha richiamato innanzitutto il già citato § 9-610 (b) dell'U.C.C. il quale esige che ogni aspetto della vendita sia ragionevole sotto il profilo commerciale, “*inclusi il metodo, le modalità, il tempo, il luogo e gli altri aspetti*”: pertanto, la ragionevolezza commerciale della disposizione dipenderà da tutte le specifiche circostanze di fatto che caratterizzano la vendita e non soltanto dalla situazione corrente del mercato degli *asset*. Infatti, come anticipato, la sezione 9-627 (a) dell'U.C.C. prevede specificamente che una vendita non è irragionevole sotto il profilo commerciale per il solo fatto che un maggiore ricavo avrebbe potuto essere ottenuto “*in un differente momento o con un diverso metodo*” [N.Y. U.C.C. § 9-627 (a)].

⁴²⁶ In *Mack Fin. Corp. v. Scott*, 606, P.2d 993, 997 (Idaho 1980) la vendita del *Collateral*, a seguito di un ingiustificato ritardo di due giorni, durante i quali gli *asset* si erano svalutati, è stata considerata irragionevole sotto il profilo commerciale.

Esulando dalla fattispecie decisa dalla *London Chancery Court* ove il *collateral taker* svolgeva anche funzioni di *security trustee*, secondo la dottrina di lingua inglese, come anticipato, per l'ipotesi di mercati non liquidi, il diritto di appropriazione consentirebbe di fronteggiare in parte il problema della illiquidità⁴²⁷: naturalmente - poiché l'appropriazione consente di sopperire alle sole difficoltà legate alla vendita di uno strumento finanziario non liquido ma non consente, invece, di evitare le problematiche legate alla valutazione dello stesso - ci sarebbe comunque bisogno di dimostrare che la valutazione dei beni oggetto di appropriazione abbia avuto luogo nell'osservanza del contratto e in una maniera ragionevole sotto il profilo commerciale⁴²⁸; al riguardo si ritiene che, in assenza di un prezzo di mercato⁴²⁹, le

⁴²⁷ Più in generale si ritiene che “in particolari situazioni di distorsione di mercato oppure quando sono coinvolti grossi volumi di un tipo specifico di strumento finanziario, l'appropriazione può essere preferibile alla vendita. Tuttavia, poiché questa tecnica dipende da una valutazione oggettiva del *collateral* nel momento dell'appropriazione, per proteggere gli interessi del *collateral giver*, la *Collateral Directive* prescrive che l'appropriazione è possibile soltanto se c'è l'accordo delle parti nel contratto di garanzia finanziaria; nonché hanno raggiunto l'accordo sulla valutazione degli strumenti finanziari” (LÖBER K.-KLIMA E., *op. cit.*, 209).

⁴²⁸ Sul punto si ricorda *American Home Mortgage Holdings, Inc. v. Lehman Bros., Inc., cit.*, in cui la Corte nell'escludere l'applicazione al caso di specie dello *standard* di ragionevolezza commerciale di cui all'art. 9 U.C.C., ha rigettato la domanda diretta a far valere *breach of contract* tuttavia lasciando aperta ad American Home la possibilità di agire in giudizio con maggiore specificità per il fatto di essere stata danneggiata dall'impropria assegnazione alle garanzie, da parte di Lehman dopo l'appropriazione, di un anomalo basso valore di mercato in ragione delle sue richieste di margini. In questo modo la Corte ha lasciato aperta ad American Home la possibilità che, attraverso un'azione inerente alla “*fonte generalmente riconosciuta*” e alla valutazione dei titoli in assenza di una vendita, di un incanto o di altra procedura a distanza, Lehman dovesse risarcire il debitore danneggiato o per *tort of conversion* (appropriazione illecita), o per *unjust enrichment*. Per la Corte, secondo la *New York Law*, il *tort of conversion* è “*exercise of unauthorized dominion over the property of another in interference with a plaintiff's legal title or superior right of possession*” (sul significato della *conversion*, v. COLTRO CAMPI C., *I Contratti di borsa, cit.*, 101 ss.).

⁴²⁹ MORRIS CH. R., *op. cit.*, 175 denuncia “l'incongruenza delle quotazioni di mercato” il che farebbe pensare “ad una consistente manipolazione dei numeri”: “le *tranche* di CDO *subprime* di qualità media sono vendute a 90 presso la banca Svizzera UBS e 63 alla Merrill, mentre

valutazioni interne del *collateral taker* costituiscano un punto di partenza ragionevole dal momento che rappresentano l'unico punto di partenza possibile⁴³⁰. Sennonché, proprio le valutazioni effettuate secondo il *mark-to-model* anche in assenza di qualsivoglia dato desumibile dal mercato hanno dato luogo al recente contenzioso⁴³¹ facendo auspicare l'utilizzazione del *mark-to-market* e valorizzando, in caso di illiquidità, il “*fundamental value*” del titolo alla luce del fatto che questa può derivare anche da scelte irrazionali effettuate sul mercato⁴³².

sull'ABX, un indice di questi CDO molto diffuso, sono scambiate a 40. Indici analoghi dei CMBS, *leveraged loans* e *Credit Default Swap* fanno ritenere dubbie le valutazioni”.

⁴³⁰ BENJAMIN J. – MAHER F., *op. cit.*, 68. Viene ricordato come “gli emendamenti allo Ias 39 non si occupano della determinazione del *fair value* in assenza di un mercato attivo. Tuttavia, a ottobre [2008] un gruppo di esperti incaricato dallo IASB ha pubblicato una corposa guida operativa (<<*Measuring and disclosing the fair market value of financial instruments in markets that are no longer active*>>). I contenuti del documento risultano coerenti con quelli analoghi emanati dal FASB lo scorso 10 ottobre [2008] (Fas 157-3). La guida chiarisce alcuni aspetti problematici sulle tecniche di misurazione (processo valutativo e assunzioni della direzione aziendale), prevedendo, inoltre, specifici obblighi di divulgazione di tali informazioni al mercato. La premessa indispensabile al lavoro degli esperti è il chiarimento sull'obiettivo di una valutazione al *fair value*, che è quello di determinare il prezzo (alla data di valutazione) al quale si svolgerà una transazione “ordinata” tra i partecipanti al mercato. Ciò chiarisce definitivamente che non possono essere utilizzati i prezzi risultanti da liquidazioni forzate o da vendite in condizioni di difficoltà. Per raggiungere l'obiettivo, il redattore del bilancio può considerare tutte le informazioni rilevanti che il mercato rende disponibili”; per la determinazione dei prezzi da mercati attivi “nelle valutazioni, in assenza di una propria liquidazione di mercato, occorre utilizzare (senza adattamenti) il prezzo di uno strumento analogo. Lo Iasb ha chiarito, tuttavia, che questa misurazione per “analogia” può essere esclusa quando i prezzi si formano in mercati non attivi. Gli standard internazionali stabiliscono dei parametri allo scopo (i volumi e l'intensità operativa, la disponibilità e l'attualità di prezzi, eccetera). Se non sono significativi, vale il giudizio del valutatore”; “nel processo valutativo risulta rilevante il ruolo del *management* aziendale. E', infine, l'esperto interno che deve stabilire se una transazione è il frutto di un obbligo o di una costrizione” (ROCCA E., *Strumenti finanziari. Riclassifica ad hoc per arginare le perdite*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, *Norme e tributi, Le guide, Guida ai bilanci*, 16).

⁴³¹ Per un'illustrazione dei limiti di utilizzo dei modelli per la valutazione degli strumenti illiquidi, v. DANIELSSON J., *Blame the models*, in Cepr (2008), *The First Global Financial Crisis of the 21st Century, A VoxEU.org Publication*, in *www.cepr.org*, richiamato da LINCIANO N., *op. cit.*, 2, nota 6, cui si rinvia.

⁴³² E' quanto ad es. avvenuto in occasione del crollo dei valori delle azioni del settore bancario nella giornata del 20 febbraio 2009 di fronte all'irrazionale caso in cui la tedesca Commerzbank, oggetto di aiuti di Stato per circa 20 miliardi di euro, in Borsa capitalizzava solo

Nell'ipotesi di crollo del mercato, al fine di contemperare le opposte esigenze sopra indicate pare allora potersi seguire la soluzione che considera determinante al fine di stabilire se un atto dispositivo immediato del *collateral* di vendita o appropriazione-valutazione sia ragionevole sotto il profilo commerciale, la capacità del *collateral taker* di distinguere un titolo semplicemente illiquido da un titolo tossico – il che allo stato per i prodotti strutturati pare essere pressoché impossibile pure ad un operatore professionale⁴³³–: ad es. potrebbe essere ragionevole sotto il profilo commerciale non vendere immediatamente un'obbligazione che, pur essendo parzialmente illiquida, non ha visto un abbassamento del *rating* dell'emittente il quale sulla base dei fondamentali dispone di un *cash flow* sostenibile ed è lontano dal rischio *default*, circostanze che potrebbero essere indicative del suo livello di affidabilità⁴³⁴; le parti potrebbero anche sostenere che

2,5 miliardi di euro, “segno che il panico dei mercati, forse, in questa fase supera i rischi reali” (GRAZIANI A.-LONGO M., *Unicredit, il crollo non si ferma*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2009, 3; per i “paradossi” legati alla capitalizzazione di borsa, v. invece GRAZIANI A., *Se la borsa valuta Carige come Citi*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 5). Ai fini della redazione del bilancio un *impairment test* straordinario “che possa cioè guardare oltre le attuali perdite di valore segnalate dai mercati o dai modelli e puntare al <<valore recuperabile>>” è diretto proprio ad “evitare l'irragionevolezza: ovvero, evitare che nei bilanci per il 2008 il test di riduzione dei valori (*impairment test*) per i beni intangibili, avviamenti, partecipazioni, attività finanziarie esprimano sottovalutazioni immotivate” (MEAZZA M., *op. cit.*, 27).

⁴³³ Secondo BUFACCHI I., *Bond strutturati*, *cit.*, 6 “la bad bank sarà un'occasione per fare chiarezza e dividere i titoli realmente buoni da quelli veramente cattivi”.

⁴³⁴ Alcuni potranno sostenere in giudizio che molte delle recenti svalutazioni di CDS, MBS e altre ABS discendono dal declino del livello di liquidità nel mercato piuttosto che da una modifica delle aspettative sui futuri flussi di cassa; come pure potrebbe essere invocato, da qualcuno, il “*fundamental value*” del titolo che potrebbe, per es., essere precipitato per un cambiamento della curva dei tassi. Il mercato per tali titoli è effettivamente crollato. In una situazione in cui non vi è mercato, molti di questi *asset* sono stati valutati e riflettono quello che, sui *book* dei *dealer*, è chiamato *Level 3 asset*, precisamente perché potrebbe esserci l'assenza attuale di scambi e non sono rinvenibili *input* di mercato indispensabili per valutare i titoli.

l'importanza del rischio illiquidità recentemente dimostrata nei mercati non sia stata considerata al tempo della stipulazione del contratto e potrebbe non costituire la base di un *default* in un caso in cui i fondamentali, appunto, non siano cambiati o, pur cambiati, siano valutati in maniera accettabile; fermo restando che il ragionevole dubbio che un titolo meramente illiquido possa rimanere tale dovrebbe rendere ragionevole sotto il profilo commerciale un atto dispositivo immediato dello stesso, sempre che un acquirente sia rinvenibile sul mercato⁴³⁵.

Al riguardo per l'individuazione del *true market value* nell'attuale situazione di crisi finanziaria è stato dato rilievo al criterio del *mark-to-model* il quale tuttavia è proprio alla base del recente contenzioso perché

⁴³⁵ Una valutazione in tal senso basata esclusivamente sull'immutato giudizio di *rating* non può essere considerata idonea. Nell'intervista rilasciata a FACILE E. – G. MEDIOLI, *op. cit.*, 54, da E. Rubino – responsabile *risk management* di *Generali Investment Italy* – si legge infatti che “il giudizio sintetico espresso è solo un punto di partenza per l'analisi, sia perché il *rating* considera in maniera omogenea situazioni di rischio diverse (un ABS classificato AAA non ha lo stesso rischio di un *corporate* AAA), sia perché spesso i cambiamenti dei fondamentali vengono riflessi in ritardo, o addirittura *ex post* (si veda il caso delle assicurazioni *monoline* americane AMBAC e MBIA sulle quali perduravano giudizi di *rating* elevati; molti *subprime* erano classificati bene perché avevano lo stesso *rating* del prestatore di garanzie *monoline*, mentre i *ratio* di capitale erano troppo bassi rispetto alle insolvenze. Oppure il caso dei CPDO – *constant proportion debt obligation* – emessi da ABN con cedola variabile *libor* +200 e capitale investito a leva sul Main Itaxx: solo dopo la crisi l'agenzia di *rating* ha dichiarato di aver classificato AAA i *coupon* e non il capitale”); “in linea generale le agenzie sono poco trasparenti nelle metodologie utilizzate per il calcolo dei *rating* e possono esserci delle distorsioni o delle incompletezze nei dati di *input* (per esempio nella valutazione di alcune case di brokeraggio non sono stati computati correttamente alcuni impegni extra bilancio e si è considerato l'ABX una buona ragione dei *subprime*...). Inoltre non è sempre chiaro se non siano presenti situazioni di conflitto d'interesse. Il sistema dei compensi è controproducente per l'investitore: la valutazione del *rating* di prodotti di finanza strutturata comporta per l'agenzia compensi più alti rispetto alla valutazione del *rating* di bond <<normali>>, e quindi si possono creare situazioni di conflitto. Da notare anche che le metodologie di *rating* utilizzano valutazioni qualitative che possono portare ad esprimere giudizi non allineati fra loro. Per questo è importante creare organizzazioni sopranazionali indipendenti che regolino, validino e controllino l'attività delle agenzie di *rating*”.

“molto volatile in quanto sensibile alle ipotesi e alle variazioni dei parametri alla base del modello stesso”⁴³⁶; ragion per cui al fine di minimizzare il rischio di controversie sulla valutazione a modello, qualora questa non dovesse essere definitivamente ripudiata⁴³⁷ ancorando le valutazioni al “*fundamental value*”, sarebbe forse opportuno rimettere la stessa ad un soggetto terzo ed indipendente rispetto alle parti interessate⁴³⁸ ovvero concordare preventivamente il modello. In

⁴³⁶ LINCiano N., *op. cit.*, 2.

⁴³⁷ V. *supra* nota 404. Va al riguardo precisato che in relazione al *mark-to-model* è sorta “l’esigenza di riflettere sull’opportunità di definire regole più prescrittive sui modelli e i dati impiegati” [LINCiano N., *op. cit.*, 22; al riguardo la stessa Autrice ricorda come il CESR abbia fornito linee interpretative sul tema della valutazione in bilancio degli strumenti finanziari (con particolare riferimento alla definizione di mercato non attivo e alla selezione degli *input* da utilizzare nel caso di applicazione del principio del *fair value*) e della *disclosure* circa le modalità di applicazione delle tecniche di valutazione, la robustezza dei risultati rispetto alle ipotesi del modello e il grado di incertezza dei valori: COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), *Statement (Draft). Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets, Consultation paper*, July 2008, Ref. CESR/08-437, in www.cesr.eu.

⁴³⁸ Proprio in relazione alle CDO, già nel 2007, è stato ricordato che “il Center of Audit Quality, un centro studi sugli *standard* professionali per revisori, ha dichiarato che l’attuale sistema di valutazioni interne viola il regolamento del Financial Accounting Standards Board, che richiede l’uso di dati esteriori “visibili” prima di ricorrere alle stime interne. La dichiarazione del centro fa specifico riferimento all’ABX, quale esempio di dato di mercato verificabile. Le banche non dovrebbero, certo, seguire pedissequamente l’indice ABX, ma scostamenti rilevanti non sarebbero accettabili. Peraltro, se consideriamo che gli indici in questione, come lo stesso ABX, sono tutti creati e gestiti dalle banche maggiori, siano di fronte a un palese conflitto di interessi. A quanto è dato apprendere, a Wall Street comincia a montare il timore che gli esperti contabili avvicineranno le quotazioni agli indici esterni disponibili, operazione che implicherebbe svalutazioni mai viste prima. Tra l’altro la situazione sarà aggravata anche dalla spinta delle agenzie di *rating* a recuperare sull’arretrato delle precedenti sovrastime di debito CDO” (MORRIS CH R., *op. cit.*, 175; alla nota 7, in ordine al problema del conflitto di interessi, l’Autore riferisce che “gli indici sono gestiti dalla Markit, una società privata con sede a Londra. L’istituto ha sedici banche tra i suoi azionisti, comprese tutte le maggiori *dealer bank* di derivati del credito e CDO. Gli strumenti e le compagnie di ogni indice sono proposti e votati dalle sedici banche. L’indice dei *Credit Default Swap*, ad es., comprende *swap* di 125 grandi compagnie, mentre l’ABX è composto da venti CDO e mutui *subprime* da 500 milioni di dollari e in entrambi i casi scelti dalle banche, e in entrambi i casi scelti dalle banche. Ogni indice rimane valido per cinque anni, ma ogni sei mesi vengono create nuove versioni di ciascun indice”). Lo stesso Autore concludeva osservando: “prepariamoci a una crescita impressionante di svalutazioni di attività finanziarie per gran parte del 2008. Le diffuse inadempienze sulle garanzie accessorie, soprattutto da parte degli *hedge fund* specializzati nel

alternativa, sarebbe opportuno che la parte chiamata ad effettuare la valutazione a modello fissi innanzitutto identiche procedure di *mark-to-model* sia per l'ipotesi in cui rivesta la qualità di *collateral taker* sia per l'ipotesi in cui rivesta la qualità di *collateral provider*; infine, tali metodologie di valutazione andrebbero perfezionate regolarmente e sistematicamente prima che possano dare luogo a potenziali liti. L'uso di modelli matematici universalmente validati dovrebbe in linea di principio eliminare le controversie nelle valutazioni, indipendentemente dal soggetto che applica il modello (*collateral taker* o *provider*, o soggetto terzo) anche se non permarrebbero comunque possibili margini di contestazione⁴³⁹.

5. RAGIONEVOLEZZA COMMERCIALE E NEGOZIAZIONI OVER THE COUNTER.

Aspetti maggiormente problematici legati al criterio di ragionevolezza commerciale riguardano la collateralizzazione degli

credito, scateneranno vendite forzate dei depositi in garanzia” (178). Come segnala CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto*, cit., 30, nota 29, “complessivamente, tra giugno e agosto gli indici ABX Home Equity sono calati da 100 a 94 per la categoria AAA, da 94 a 47 per la categoria A e da 75 a 35 per la categoria BBB”, richiamando i dati di Markit.

⁴³⁹ Come mi ha chiarito la Prof.ssa Rita Moroni, infatti, nell'implementare il modello, non tutte le variabili sono oggettivamente determinabili. Ci sono alcuni elementi, specie nella valutazione dei titoli azionari o di alcuni derivati, di natura prettamente soggettiva. Ciò vale anche per i modelli con i quali gli analisti cercano di individuare il valore intrinseco delle azioni che richiedono previsioni sull'andamento futuro dei dati finanziari, patrimoniali ed economici della società, o confronti con *peer group* costruiti con criteri discrezionali, tanto che tra i vari analisti difficilmente c'è convergenza sui risultati della valutazione. Per i titoli obbligazionari, invece, questi problemi non si pongono, a meno che non si tratti di titoli a struttura complessa, cioè con derivati incorporati.

strumenti derivati negoziati *over the counter* la cui valutazione quali obbligazioni finanziarie garantite risulta essere ancora più difficoltosa⁴⁴⁰. È stato sul punto chiarito che, in assenza di un'individuazione da parte della Banca d'Italia degli schemi contrattuali, l'art. 8 del Decreto apre una "pericolosa area di contestazione": "se infatti può considerarsi incontestabile la valutazione del contante e dei titoli normalmente utilizzati nella prassi per la collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (titoli di stato di Paesi di Area Euro o T Bond nel caso di controparti americane, il cui prezzo è assolutamente trasparente sul mercato), ben diverso è il caso delle obbligazioni garantite, che [...] sarebbero rappresentate dai suddetti strumenti derivati OTC. Per questi ultimi infatti la valutazione del loro valore, ossia la determinazione del loro

⁴⁴⁰ Tali difficoltà sono chiaramente evidenziate dall'articolo di MONTI M., *Gli algoritmi complicano i recuperi del crack Lehman*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 settembre 2008, 7. SERAFINI L., *Lehman, attivi per 385 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 20 riferisce che Alvarez&Marsal, la società che amministra l'insolvenza e le attività di liquidazione del gruppo Lehman negli U.S.A., ha mosso contestazioni a JP Morgan Chase e Bank of America, controparti di Lehman in contratti derivati. A fronte di questi contratti nei quali la banca finita in *default* è in posizione di debitore (per complessivi 13 miliardi di dollari) JP Morgan Chase aveva ottenuto *collateral* sotto forma di pegni: a seguito dell'ammissione al Chapter 11, JP Morgan Chase – una delle maggiori controparti di Lehman in contratti derivati - ha cercato di escutere i pegni ma su un valore che, secondo la Alvarez&Marsal, è decisamente superiore al valore del credito. Al momento sono state avviate contestazioni su almeno un miliardo di dollari, ma la ricognizione potrebbe far salire questa cifra a circa 10 miliardi. Tali informazioni sono state rese pubbliche il 29 gennaio 2009 in occasione dell'assemblea dei creditori. Partendo dall'accezione che la parola "tossicità" ha assunto nell'attuale crisi dei mercati finanziari ("tossico è ora sinonimo di "titolo illiquido", di "investimento erroneamente valutato" ma anche di "attività rischiosa" o ancor più genericamente di "qualcosa di cattivo") ricorda BUFACCHI I., *L'escalation dei titoli <<tossici>>*, *cit.*, 5 che "i derivati più rischiosi (dunque tossici) sono i Credit default swap trattati over-the-counter, che hanno un controvalore nozionale stimato dalla Banca dei regolamenti internazionale intorno ai 45 miliardi". A tale ultimo articolo si rinvia per alcuni dati inerenti agli asset a rischio (mutui *sub-prime*, prodotti della finanza strutturata, derivati negoziati in Borsa e *over-the-counter*) in relazione al Pil mondiale elaborati per il periodo giugno-dicembre 2008.

mark-to-market, costituisce un problema tutt'altro che semplice. I mercati finanziari hanno assistito ad una sempre maggiore strutturazione delle operazioni in derivati OTC con la creazione di prodotti di altissima sofisticazione, la cui valutazione è talvolta estremamente complessa e quindi <<opinabile>>. Non è infrequente sul mercato che la stessa operazione venga valutata in modo estremamente differente dai diversi operatori di mercato”⁴⁴¹.

Ed infatti, oltre che sul mercato dei *repo*, il *downgrading* dei prodotti strutturati ha inciso pure sul mercato dei *Credit Default Swap*, (i quali, a differenza dei contratti di *futures*, vengono stipulati fuori dai mercati regolamentati) di cui gli stessi prodotti costituivano le “*reference entities*”⁴⁴². Molte controversie recenti, infatti, ineriscono alle garanzie

⁴⁴¹ ROZZI A. – BRUNO F., *op. cit.*, 1236; HENRY R.A., *op. cit.*, la quale premettendo che “over-the-counter (OTC) derivatives are generally not traded on a public exchange, but are instead creatures of private contract” e che “in contrast to an exchange-traded stock, the value of an OTC derivative contract cannot be determined by reference to a closing price on an exchange” si chiede: “how then should such instruments be valued in the litigation context? Is “mark to market” valuation legitimate in the context of a liquidity crisis such as the markets recently witnessed? What legal principles govern whether it is appropriate to use such valuations to determine the propriety of a margin call, the magnitude of margin owned, or appropriate termination values?”.

⁴⁴² Sul punto v. la considerazione di BUFACCHI I., *Bond strutturati, cit.*, 6. Il caso più famoso è quello del colosso assicurativo *American International Group* (AIG). Il 16 settembre 2008 la Federal Reserve ha annunciato di avere autorizzato un prestito di 85 miliardi di dollari ad AIG per permettere a quest'ultimo di vendere in modo ordinato una serie di attività. Il prestito è successivamente incrementato a 122,8 miliardi. A garanzia del prestito la FED ha ricevuto tutte le attività di AIG e delle sue principali controllate. Nel 2007 i prodotti sotto assicurazione toccavano i 500 miliardi di dollari ma alla fine del secondo trimestre 2008 le perdite erano di 25 miliardi (sul caso, v. GAGGI M., *op. cit.*, 88 ss. il quale ricorda come per i CDS stipulati, essendo AIG un gruppo solido e di grandi dimensioni, lo stesso incassava premi senza dover versare alcun collaterale, 91); LONGO M., *Aig nel mirino della Sec sui derivati nel bilancio*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 giugno 2008, in www.ilssole24ore.it e MARGIOCCO M., *Cassano, il guru di Aigfp e della finanza “facile”*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, in www.ilssole24ore.it); il 9 novembre 2008 l'ammontare degli aiuti sale a 150 miliardi di dollari; dà notizia di ulteriori interventi pubblici VALSANIA M., *Aig e Citigroup, salvataggio vicino*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 2 e ID., *Aig, dalla Fed altri 30 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2009, 12 in cui si riferisce che le agenzie Moody's e Standard

finanziarie prestate spesso dagli *hedge funds* i quali hanno assunto la posizione di venditori di protezione, in esecuzione di tali contratti derivati di copertura di emissioni obbligazionarie⁴⁴³. Va premesso come, per effetto della crisi dei mutui *sub-prime*, per il ricorso incontrollato alla stipulazione dei contratti derivati di credito e per l'alta leva finanziaria, per molti prodotti strutturati vi sia stato un abbassamento del *rating* ed il correlativo innalzamento dei prezzi dei CDS il che ha comportato la richiesta, da parte degli acquirenti di protezione che detenevano in portafoglio tali titoli, di ulteriore *collateral*:

& Poor's hanno confermato il giudizio di *rating* Aig con conseguenze notevolissime sulle garanzie collaterali: "il rischio era altrimenti che – davanti a un passivo nel quarto trimestre 2008 da 60 miliardi (460mila dollari al minuto) gonfiato da svalutazioni – Moody's e Standard & Poor's rivedessero in negativo il giudizio sulla solidità di Aig. Un passo che l'avrebbe costretta a versare alla controparti finanziarie miliardi di dollari in garanzia, che minacciavano di trasformarsi in un colpo di grazia per il gruppo". Come riferisce PLATERO M., *Aig, i fondi della Fed girati alle banche*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 marzo 2009, 17, i beneficiari di 50 miliardi di dollari dei fondi di emergenza erogati dalla FED a settembre 2008 sono numerose banche americane ed europee per le esposizioni derivanti da CDS con cui le stesse si erano coperte dal rischio di credito: da una lista provvisoria infatti emerge che i fondi sono stati destinati a Goldman Sachs, Deutsche Bank, Merrill Lynch (prima della fusione con Bank of America); Société Générale; Calyon, Barclays, Rabobank, Danske, Hsbc, Royal Bank of Scotland, Banco Santander, Morgan Stanley, Wachovia, Bank of America, Lloyds Banking Group. Sulla vicenda v. pure VALSANIA M., *Aig, il salvataggio che non ha fine*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 13 il quale riferisce che Aig, al suo apice, gestiva *trading* su derivati per 2.000 miliardi di dollari (di cui 440 in CDS) mentre la sua capitalizzazione di mercato si aggirava sui 200 miliardi.

Lo scenario era già stato prefigurato da MORRIS CH. R., *op. cit.*, 170: "si consideri come le eventuali insolvenze delle controparti degli *hedge fund* potrebbero diffondersi attraverso i mercati dei *default swap*. In questo caso, si dovrebbero svalutare interi portafogli di titoli assicurati, per riflettere il rischio intrinseco. L'inevitabile domanda di garanzie sottrarrebbe ingenti somme dai mercati del credito, mentre la corsa a farsi pagare da parte dei garanti inadempienti scatenerrebbe una montagna di cause legali. In breve, ci troveremmo di fronte alla trombosi del sistema creditizio, in confronto alla quale "il problema dei mutui *subprime* è una passeggiata nel parco. E' addirittura superfluo cercare di stimare la portata delle perdite".

⁴⁴³ Uno dei tratti che differenziano i fondi speculativi dai fondi di diritto comune è, tra l'altro, l'ampio ricorso all'investimento in strumenti derivati: LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, *cit.*, 724. Sulle garanzie nel mercato *over the counter* dei derivati, v. PERRONE A., *La riduzione del rischio*, *cit.*, 123 ss. cui si rinvia anche per un'analisi comparatistica in relazione al divieto del patto commissorio (168 ss.).

infatti, quando gli *spread* dei CDS hanno cominciato a salire le banche hanno richiesto margini più alti poiché i *credit risk officers* comprendevano il reale rischio sottostante alle posizioni detenute espresso dai punti base⁴⁴⁴. Anche per i contratti di CDS gli *hedge funds* sono stati costretti a ricorrere al *deleverage*⁴⁴⁵ ed al riguardo oltre alle vicende relative alle esposizioni di *American International Group*⁴⁴⁶, di *Bear Stearns*⁴⁴⁷ e di *Lehman Brothers*⁴⁴⁸, nonché, a quanto pare, anche *General*

⁴⁴⁴ Per esempio, i prezzi dei CDS sono schizzati in alto all'annuncio che Lehman Brothers era entrato in amministrazione controllata (v. MATERNOVSKY D.-PIMENTEL L., *Emerging-Market Bonds, Stocks, Currencies Sink as Lehman Fails*, Bloomberg, 15 settembre 2008, 1). Per alcune riflessioni sull'attuale crisi dei mercati finanziari, anche in riferimento all'uso dei CDS, v. VISENTINI G., *Le nuove frontiere del diritto commerciale nella crisi economica*, lezione inaugurale del corso di Diritto commerciale tenuta all'Università di Salerno il 16 marzo 2009, 9 ss. in corso di pubblicazione su www.archivioceradi.it.

⁴⁴⁵ CAHILL T.-BURTON K., *Hedge Funds Reel From Margin Calls Even on Treasuries*, Bloomberg, 10 marzo 2008, riportano la notizia che sei *hedge funds* sono stati costretti a liquidare o vendere *asset* per le richieste di margini dovuti fatte dai *lenders* per un totale di 5,4 bilioni di dollari a causa delle esposizioni legate alle ABS o alle MBS.

⁴⁴⁶ Le esposizioni di AIG, in derivati e prodotti strutturati, erano in gran misura nei confronti di Lehman: v. LONGO M., *Aig nel mirino*, *cit.*; GAGGI M., *op. cit.*, 88.

⁴⁴⁷ MORRIS CH. R., *op. cit.*, 3 e 118 ss. riferisce che a metà giugno 2007 due *hedge funds* di Bear Stearns, specializzati nell'investimento in titoli collegati ai mutui fondiari, non riuscirono a far fronte alla richiesta di adeguare la garanzia (*margin call*): Moody's aveva corretto al ribasso il *rating* di alcune obbligazioni relative ai mutui *subprime* e le banche *prime broker*, tra cui Merrill Lynch, che avevano i titoli in possesso come garanzia dei debiti contratti dai due fondi, avevano richiesto un adeguamento della garanzia. Bear Stearns aveva investito primariamente in CDO ad alto *rating*, ma in base agli indici di mercato il loro valore, da quasi 100 era crollato a circa 95. Nonostante il lieve cambiamento di valore, con una leva finanziaria di 17:1 Bear Stearns subiva una perdita molto pesante. A fronte del minor valore dei titoli in deposito che non coprivano più le esposizioni Merrill Lynch, la banca più esposta, chiese un ulteriore versamento di 145 milioni di dollari in contanti o in titoli affidabili. Dopo due settimane Merrill Lynch decise di vendere in autotutela il *collateral* che sulla carta valeva 845 milioni di dollari ma, analogamente a quanto avvenuto nel caso degli *hedge fund* LTCM e Askin, non vi erano compratori e pertanto non erano collocabili ad alcun prezzo e così, per coprire le perdite, Bear Stearns fu obbligata a versare 3,2 miliardi di dollari. Sempre in relazione ai due *hedge funds* di Bear Stearns, ricorda GAGGI M., *op. cit.*, 62-63 come nel luglio 2007 i *prime broker* Merrill Lynch e JP Morgan Chase chiesero l'integrazione dei margini mediante la costituzione di un *collateral* di 1,2 miliardi di dollari a garanzia dell'esposizione; tali episodi rappresentano l'avvisaglia dell'insolvenza di Bear Stearns la quale verrà acquisita dalla stessa JP Morgan a metà marzo 2008. Sulla vicenda, v. pure ANDREOTTI M.V., *op. cit.*, 20 ss.

*Electric Capital*⁴⁴⁹, si ricordano i casi giudiziari in cui si è censurato *breach of contract* per non essersi verificato un *credit event* (*VCG Special Opportunities Master Fund Limited v. Citibank N.A.*⁴⁵⁰; *AON Financial*

⁴⁴⁸ E' sempre JP Morgan Chase che all'inizio di settembre 2008 chiede a Lehman di depositare entro tre giorni 5 miliardi di dollari in *cash* o in titoli liquidi a garanzia delle sue esposizioni (GAGGI, M., *op. cit.*, 80); tale richiesta, che Lehman non riuscirà a soddisfare la condurrà, a metà settembre 2008, all'apertura della procedura concorsuale di amministrazione controllata. Sulla vicenda Lehman, v. pure ANDREOTTI M.V., *op. cit.*, 22 ss.

⁴⁴⁹ GAGGI M., *General Electric e il rischio Lehman*, in *Corriere della Sera – Corriere economia*, 16 marzo 2009, 12 ove viene riferito che a causa delle esposizioni in derivati “non essendo soggetta alle norme del <<mark to market>> che impongono alle banche di adeguare nei bilanci, i valori degli asset ai prezzi correnti di mercato, per Ge Capital è difficile stabilire l'entità delle perdite alle quali va incontro: pochi miliardi secondo il gruppo, da 20 a 50 secondo gli analisti”.

⁴⁵⁰ N° 08-CV-01563 (S.D.N.Y., 5 novembre 2008). L'attore, l'*hedge fund* VCG, ed il convenuto Citibank avevano stipulato un contratto di CDS complesso in forza del quale VCG (venditore di protezione), aveva assunto il rischio di credito di Citibank (compratore di protezione) legato all'insolvenza nel rimborso di alcune CDOs – emesse da Millstone III CDO Ltd. III-A - verso il pagamento di un premio pari al 5,50% annuo del valore nominale delle stesse pari a 10 milioni di dollari. VCG, a fronte del premio, si era obbligata a corrispondere a Citibank una somma indicata come “Floating Payment Amount” al verificarsi di alcuni specifici *credit events*. Il contratto prevedeva altresì che Citibank era legittimata a richiedere garanzie finanziarie addizionali a VCG sulla base dell'abbassamento giornaliero del valore *mark-to-market* delle CDO. Secondo quanto affermato nell'atto introduttivo del giudizio, Citibank ha iniziato a fare richieste di margine nel mese di agosto 2007 – corrispondente all'inizio della crisi dei mutui *sub-prime* - per un totale di quattro *margin call* tutte onorate da VCG. In particolare VCG nel corso di cinque mesi effettuava pagamenti di margini pari a complessivi \$ 9.960.277,78 a fronte di un rischio di credito per 10 milioni di dollari, pari al valore dei titoli di debito. Il 9 gennaio 2008 Citibank informa VCG che si è verificato il *credit event* definito nel contratto di CDS come “implicita riduzione” il che aveva fatto sorgere l'obbligazione di VCG di pagare in favore di Citibank il “Floating Payment Amount” come calcolato da Citibank. VCG nega che si sia verificato un *credit event* e rifiuta il pagamento. Conseguentemente Citibank comunica il *default* di VCG e lo scioglimento del contratto per l'inadempimento all'obbligazione di pagamento del “Floating Payment Amount”. Allora VCG avvia il giudizio contro Citibank chiedendo, tra l'altro, di accertare che le richieste di margine erano infondate e che non si era verificato alcun *credit event*. VCG chiede inoltre la risoluzione del contratto e la restituzione del *collateral* sostenendo di non aver assunto scientemente il rischio che sarebbe stata esposta a richieste di pagamento di garanzie. VCG inoltre censura *breach of contract* da parte di Citibank e violazione del dovere di *good faith* e *fair dealing* avendo richiesto garanzie finanziarie eccessive ed avendo preteso prematuramente il pagamento del “Floating Payment Amount”. Citibank replica osservando che era legittimata a richiedere il “Floating Payment Amount”. La Corte accoglie tutte le argomentazioni di Citibank: innanzitutto riconosce che si è verificato un *credit event*, avendo gli *asset* cartolarizzati mediante l'emissione di CDO subito una perdita di valore; in secondo luogo ritiene che la richiesta di *collateral* era fondata. Di fronte all'affermata fondatezza della richiesta di *collateral*, VCG aveva dedotto che il calcolo del “Floating Payment Amount” da parte di Citibank non era stato effettuato in maniera ragionevole sotto il profilo commerciale: anche questo

*Products, Inc. v. Société Générale*⁴⁵¹; *Eternity Global Master Funds Ltd v. Morgan Guaranty Trust Co.*⁴⁵²; *Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc.*⁴⁵³); per la non corretta osservanza delle procedure (*CDO Plus Master Fund Ltd. v. Wachovia Bank, N.A.*⁴⁵⁴; *UBS AG v. Paramax Capital Int'l*⁴⁵⁵); casi sovente decisi in favore dei *collateral taker*⁴⁵⁶. Si

motivo viene rigettato dalla Corte in quanto, da un lato, VCG aveva solo tardivamente replicato a Citibank di aver effettuato il calcolo in maniera non ragionevole sotto il profilo commerciale; dall'altro, secondo il contratto di CDS, il ricorso alla giurisdizione per la contestazione del calcolo del *collateral* era condizionato alla mancata risoluzione della controversia secondo procedure stragiudiziali.

⁴⁵¹ 476, F.3d 90 (2d Cir. 2007).

⁴⁵² 375, F.3d 168 (2d Cir. 2004).

⁴⁵³ 564 F. Supp. 2d 298 (S.D.N.Y. 15 luglio 2008). Contrariamente al caso precedente nella fattispecie in esame ad agire in giudizio è il compratore di protezione Merrill Lynch International. Il *trust* XL Capital Assurance Inc. mediante la stipulazione di sette distinti CDS aveva assunto nei confronti di MLI il rischio di insolvenza relativo ad altrettante CDO per un ammontare complessivo di circa 31 miliardi di dollari. MLI agisce in giudizio proponendo una domanda di accertamento negativo diretta ad escludere che vi fosse stato alcun inadempimento da parte sua ovvero il verificarsi di alcun *credit event* che avesse determinato la risoluzione dei contratti di CDS. L'interesse di MLI ad agire era scaturito dal fatto che il venditore di protezione, essendosi pentito di aver stipulato i sette CDS e intendendo evitare il rischio di dover adempiere alle proprie obbligazioni per un'esposizione di circa 31 miliardi di dollari, dopo aver riscosso i premi pattuiti, aveva pretestuosamente e surrettiziamente addotto il crollo dei mercati per dare notizia a MLI della risoluzione dei sette contratti CDS. La Corte decide in favore di MLI ritenendo che XL non aveva titolo a risolvere il contratto.

⁴⁵⁴ 07-11078 (S.D.N.Y., 7 dicembre 2007) in cui si controverte su una richiesta di *Collateral* che Wachovia Bank ha fatto all'*hedge fund* CDO Plus Master Fund (denominazione originaria di VCG di cui alla nota 155) su una protezione di 10 milioni di dollari per CDOs ABS di prima classe. L'*hedge fund* deduce che la richiesta di *collateral* ad opera di Wachovia Bank è stata fatta in mala fede.

⁴⁵⁵ No. 07604233 (N.Y. Sup. Ct., 27 ottobre 2008) in cui si controverte sulla richiesta di margini per 33 milioni di dollari da parte di un *hedge fund* su una protezione su CDOs. Nel 2007 Paramax conveniva di coprire il rischio per 1,31 miliardi di dollari di ABS *super senior* con rating AAA. Il fondo, il quale era stato organizzato come una *SPV* di 4,6 milioni di dollari, stipulava il contratto di *swap* e UBS avrebbe pagato a Paramax un premio annuale di copertura pari allo 0,155% di 1,31 miliardi di dollari. Paramax avrebbe incrementato il deposito qualora i titoli sottostanti avessero iniziato a diminuire di valore. Dal novembre 2007 l'acquirente di protezione UBS aveva fatto richieste di margini per circa 33 milioni di dollari di ulteriore *collateral* motivate dall'abbassamento del valore delle CDO e quando Paramax ha rifiutato di pagare, UBS ha convenuto in giudizio l'*hedge fund*. Paramax ha replicato osservando che UBS avesse erroneamente calcolato il valore di mercato delle CDO e fatto richieste di margini esagerate. In effetti Paramax aveva erroneamente creduto che il rischio legato al *mark-to-market* fosse basso.

vanno profilando pure azioni fondate su *breach of contract*, *fraud* e *misrepresentation* per non avere la controparte rivelato tutte le informazioni riguardanti se stessa, le “*reference entity*”, le obbligazioni o il *collateral*.

I problemi sono legati al fatto che risulta difficile quantificare il ribasso delle quotazioni dal momento che, come anticipato, né le CDO né i CDS hanno alcun prezzo poiché nessuno è disposto a comprarli⁴⁵⁷.

⁴⁵⁶ Osserva HENRY R.A., *op. cit.*, che molte delle controversie avviate si sono focalizzate sulla *fraud in inducement* o su altre costruzioni di *common law* che hanno l'obiettivo di svincolare da o riformare i rapporti che hanno condotto ai *default*. Mentre le costruzioni legali sono valide in astratto, le argomentazioni risultano difficili da sostenere innanzi alle corti le quali sono generalmente riluttanti a liberare le parti dai contratti. In particolare le corti sono riluttanti a concedere tutela ai *collateral provider*. Non è un caso che i *Master Agreement* generalmente prevedano una tutela giurisdizionale per il caso di controversie e non arbitrare: il rischio “jury” non rappresenta tipicamente un problema per tali fattispecie ed è ugualmente inverosimile che una controversia possa durare a lungo.

⁴⁵⁷ Chiarisce PEROTTI R., in *www.ilsole24ore.it*: “mentre il prezzo di un mutuo in sofferenza è abbastanza facile da determinare, è difficilissimo apprezzare il rischio e dunque fissare il prezzo di un titolo cartolarizzato lontano parecchi stadi dai mutui sottostanti”; ed è addirittura impossibile quando si crea l'enorme mercato dei *credit default swaps*, “in cui alla fine intermediari finanziari di ogni tipo, e di solito enormemente indebitati, si improvvisano assicuratori. Il 60 per cento dei contratti veniva concluso al telefono, non c'era nessun garante centrale e spesso non era nemmeno chiaro chi è che si assumeva il rischio e se era in grado di farlo”. Proprio in relazione alle vicende della finanzia strutturata HENRY R.A., *op. cit.*, ricorda che molti principi giuridici inerenti alla valutazione partono dall'assunto che il prezzo del titolo riflette il suo *fair market value*: vi è un assunto – o quanto meno una presunzione - secondo cui i mercati dei capitali sono efficienti ed il prezzo di un titolo riflette tutte le informazioni che sono disponibili pubblicamente; quale esempio viene richiamata la *doctrine of fraud-on-the-market* ed in particolare il caso *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). L'Autrice ricorda pure come anche l'analisi dei danni nelle controversie che ineriscono ai titoli prendono le mosse dall'opinione che le reazioni del prezzo a seguito di nuove notizie riflettono il “valore” della notizia. I derivati OTC non vengono generalmente scambiati su un pubblico mercato, ma costituiscono invece frutto di contrattazioni private. Contrariamente a quanto avviene per uno stock trattato su un mercato, il valore di un contratto derivato negoziato OTC non può essere determinato mediante un riferimento ad un prezzo di chiusura su un mercato. Invero, i derivati OTC possono anche non essere affatto scambiati dopo la loro iniziale creazione. Secondo PERRONE A., *La riduzione del rischio*, *cit.*, 126 e 146, il rischio “teorico” che un deprezzamento del bene costituito in garanzia impedisse *a posteriori* una completa copertura sarebbe stato di fatto eliminato deducendo in garanzia titoli di Stato ed altri titoli “di facile liquidazione”.

Per iscrivere in bilancio le perdite e per stabilire quanto *Collateral* mettere a garanzia è stata sospesa la regola del *fair value* per i titoli illiquidi sostituendola con il *mark-to-model* il che ha dato luogo a contestazioni ad opera delle controparti e controlli ad opera delle autorità pubbliche⁴⁵⁸. Viene più volte lamentato che non si è avuto un *event of default* o che il valore del CDS non è stato calcolato in maniera esatta, in quanto la valutazione è avvenuta in maniera tale da perdere meno in bilancio e da dover costituire minore *Collateral* a garanzia del contratto⁴⁵⁹. Nelle domande giudiziali generalmente le parti invocano, tra l'altro, la “*fraud-in-the-inducement*”.

Viene rimarcato poi come la situazione sia aggravata dal fatto che, in caso di *termination*, i metodi di calcolo previsti dalla versione più recente del *master agreement* dell'ISDA non risolvono il problema: infatti, mentre la versione del 1992 prevedeva tra le altre possibilità quella di richiedere la valutazione di cinque c.d. “*reference market makers*” delle

⁴⁵⁸ La Prof.ssa L. Trevisan mi ha rappresentato che è difficilmente dimostrabile che il prezzo ottenuto attraverso il *mark-to-model* sia inferiore a quello di mercato. Infatti i modelli matematici per la valutazione di un *collateral* non danno risultati univoci e presuppongono un mercato sottostante (processo di domanda e offerta) che in realtà non esiste. Si comprende che il prezzo è inferiore solo al momento del collasso. Come in tutte le bolle speculative è allora difficile distinguere la parte di prezzo basata sui fondamentali macroeconomici da quella “irrazionale”.

⁴⁵⁹ Riferisce LONGO M., *Aig nel mirino, cit.*, che la difficoltà di valutare titoli illiquidi è comune a tutte le grandi istituzioni finanziarie: in particolare viene ricordato come Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Citigroup avessero in bilancio obbligazioni e titoli senza prezzo per un ammontare nettamente superiore rispetto alla loro capitalizzazione di Borsa: 419,3 miliardi contro 270 miliardi. Proprio per tali motivi viene applicato il *mark-to-model*. Nel caso Aig, i primi ad ipotizzare l'inesattezza della valutazione sono stati i revisori della PriceWaterhouseCooper, che hanno evidenziato “debolezze materiali” nella contabilizzazione delle polizze sui CDO; successivamente si sono avute indagini anche da parte della *Security and Exchange Commission* e del Dipartimento di Giustizia di Washington. La stessa Autrice ricorda che la SEC, per tali motivi, alla data del 7 giugno 2008 aveva avviato ispezioni su quaranta istituzioni.

operazioni risolte e fare la media aritmetica delle tre quotazioni, eliminate quelle estreme, la versione del 2002 del contratto prevede che il “*close-out amount*”⁴⁶⁰ venga calcolato e corrisposto dalla parte non in *default* e che la somma debba essere determinata in buona fede e secondo “procedure ragionevoli sotto il profilo commerciale inerenti alla produzione di un risultato ragionevole sotto il profilo commerciale”⁴⁶¹.

In effetti sembra che ancora oggi il primo, ma non unico, metodo contemplato per determinare i costi di sostituzione possa essere costituito dalla sollecitazione delle quotazioni dal mercato⁴⁶². Comunque anche tale criterio alternativo a quello della ragionevolezza

⁴⁶⁰ Le componenti del *close-out amount* includono il costo sostenuto per la sostituzione o per fornire il suo equivalente, gli aspetti materiali della risoluzione contrattuale e la perdita o i costi sostenuti in relazione alla risoluzione, liquidazione e copertura. La previsione “*Close-out Valuation*” contenuta nel *Master Agreement ISDA 2002* prevede che la valutazione può tenere conto, tra le altre cose, dell’“information consisting of relevant market data [...] including, without limitation, relevant rates, prices, yields, yields curves, volatilities, spreads, correlations or other relevant market data in the relevant market”. La definizione induce ad essere prudenti nell’utilizzo di tali dati in circostanze in cui “the Determining Party reasonably believes that such quotations or relevant market data are not readily available or would produce a result that would not satisfy those standards [of commercial reasonableness]” (Id.). Sulla *market quotation*, v. *Peregrine Fixed Income Ltd. (in Liquidation) v. Robinson Dept. Store Public Co. Ltd.* [2000] Lloyd’s Rep. Bank. 304, 39, 2000 WL 1027115 (U.K. Com. Ct. 2000).

⁴⁶¹ Un identico richiamo alla buona fede ed alla ragionevolezza commerciale si rinviene nell’U.S. *Bankruptcy Code* in relazione ai contratti di *swap*. Infatti, l’emendamento aggiunto nel 2005 mediante il § 11-562 (b) del *Bankruptcy Code* specifica che l’entità dei danni causati dalla *termination* del contratto di *swap* andrebbe calcolata in riferimento ai “fattori, ragionevoli sotto il profilo commerciale, in grado di determinare il valore” a quella data. Stando all’interpretazione storica della novella il riferimento allude agli *standard* della legislazione statale [“the reference to commercially reasonable are intended to reflect existing state law standards relating to a creditor’s actions in determining damages” (H.R. Rep. No. 109-31 at 134-135 (2005))].

⁴⁶² V. *Master Agreement ISDA 2002*, § 14 (definizione di *close-out amount*). Sia il *Master Agreement ISDA 1992* che il *Credit Support Agreement ISDA 1994* disciplinanti le richieste di *collateral* contengono molti specifici metodi per ottenere un numero determinato di quotazioni con l’utilizzo della media aritmetica delle stesse. Sull’utilizzazione dello strumento processuale dell’accertamento tecnico preventivo, v. capitolo IV, nota 495.

commerciale in passato ha posto grandissime difficoltà ad ottenere le valutazioni⁴⁶³ e lo stesso presupporrebbe l'assenza di “collegamenti” sulla formazione dei prezzi tra i *reference market makers*.

Il *master agreement* ISDA prevede che se la parte che non si trova in *default*, pur avendo effettuato ragionevoli tentativi per ottenere le quotazioni di mercato, non riesce ad ottenerne almeno tre dai *reference market makers*, la stessa ha il diritto di utilizzare la *loss calculation*. Nell'attuale situazione di mercato non è dato rilevare quale sia il “ragionevole sforzo” per ottenere le quotazioni di mercato dai *reference market maker* ma è comunque importante prestare molta cura a registrare i tentativi che sono stati effettuati, per il caso di contestazioni. La *loss calculation* è, generalmente, un ammontare che la parte non in *default* determina in maniera ragionevole e secondo buona fede tenendo conto delle perdite totali e dei costi in osservanza al contratto sciolto, inclusa ogni perdita e onere per la *termination*, liquidazione, copertura o altre posizioni correlate. La *loss calculation* può, ma non necessariamente, essere determinata facendo riferimento alle quotazioni provenienti dai più importanti *dealer* del mercato di riferimento. La parte non in *default* deve essere in grado di dimostrare, con ragionevole dettaglio, come ha ottenuto le quotazioni o come ha effettuato la *loss calculation*.

E mentre è in discussione l'opportunità di creare, a livello europeo, una controparte centrale per il mercato dei CDS⁴⁶⁴, come già

⁴⁶³ ROZZI A. – BRUNO F., *op. cit.*, 1237.

accade per i *Bund future* sui tassi, analogamente a quanto considerato *supra* sarebbe opportuno che le procedure di *mark-to-model* - qualora non vengano definitivamente ripudiate mediante l'ancoraggio della valutazione, secondo il *fair value*, al "*fundamental value*" - siano identiche sia per il caso in cui si rivesta la posizione di compratore di protezione che per il caso in cui si rivesta la posizione di venditore di protezione, monitorando continuamente i Protocolli ISDA per perfezionare le metodologie. Come pure si ritiene che sebbene i *master agreement* prevedano un meccanismo per determinare il valore degli scambi in situazioni di contestazione, questo non è ostativo alla possibilità di addurre a fondamento delle contestazioni argomenti che hanno assunto rilievo solo in occasione dell'attuale situazione economica.

⁴⁶⁴ Nell'articolo a firma BRIVIO E.-GALVAGNI L., *Più vicina la clearing house per i cds*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 febbraio 2009, 29 si dà notizia della creazione di una *clearing house* a livello europeo per il mercato dei CDS in grado di eliminare il rischio di controparte. La Federazione Bancaria Europea (FBE), la quale ha sottolineato di rappresentare sia chi compra che chi vende sui mercati dei derivati, nonché l'ISDA hanno espresso parere favorevole alla sua creazione al punto da essersi impegnati a "risolvere le questioni tecniche, di regolamento, legali e pratiche in sospenso" entro luglio 2009. Ricordano gli Autori dell'articolo che "la crisi finanziaria ha in parte snaturato l'essenza stessa dei cds poiché ha generato negli investitori il dubbio che le controparti potessero fallire. Con il risultato di gettare panico sui mercati. La cassa di compensazione unificata permetterebbe dunque di eliminare questa componente irrazionale poiché assicurerebbe il bilanciamento quotidiano delle posizioni in guadagno o in perdita". Nello stesso articolo viene ricordato che allo stato ad offrire la compensazione in CDS in Europa è solo LCH Clearnet con sede a Londra e che un documento della Banca di Francia ha messo l'accento sull'esigenza che le operazioni vengano svolte da un istituto dell'eurozona. Viene inoltre riferito che, alla vigilia del collasso di Bear Stearns, un gruppo di *dealers* attivi sul mercato dei CDS ha lavorato con la *Clearing Corporation* con sede in Chicago per istituire una *clearing house* centralizzata per i CDS (HENRY R.A., *op. cit.*, nota 3).

Secondo MORRIS CH R., *op. cit.*, 217 "strumenti complessi come i derivati sul credito dovrebbero essere negoziati in un contesto di mercati e non in un regime di transazioni bilaterali (*over the counter*), con margini di garanzia stabiliti dalle autorità di mercato, per eliminare i rischi della controparte e agevolare la liquidazione nei periodi più difficili. Le grandi banche intermediarie potrebbero creare un mercato siffatto per transazioni reciproche senza molte difficoltà. Vi sarebbe una perdita di efficienza dovuta all'onere di accantonare i margini; ma ne varrebbe ben la pena, per il guadagno di sicurezza che ne deriverebbe".

Specificamente, si potrebbe sostenere che le previsioni dei criteri di valutazione contenute nei *master agreement* – quali le quotazioni di mercato, perdite o la più recente previsione di *close-out amount* – presuppongano l'esistenza di un mercato o quanto meno di dati di mercato realmente osservabili da poter essere inseriti per la valutazione secondo il *mark to model*⁴⁶⁵.

⁴⁶⁵ HENRY R.A., *op. cit.* Con Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104 la CONSOB è intervenuta, tra l'altro, sui contratti derivati *over the counter* stipulati sul mercato *retail* prevedendo che l'intermediario, oltre ad operare nell'interesse del cliente (*best execution*) anche nel caso di attività di negoziazione in conto proprio, in particolare, ha il dovere di comportarsi con correttezza in sede di distribuzione di titoli illiquidi riguardo a misure di trasparenza; presidi di correttezza in relazione alle modalità di *pricing*; graduazione dell'offerta e presidi di correttezza in relazione alla verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti. Con particolare riferimento al *pricing* è prevista l'istituzione di presidi di correttezza in relazione alle modalità del prezzo dei prodotti: il processo dovrà essere oggettivo, in particolare con riferimento ai "mark up" (margini) applicati (FRISONE M., *Paletti Consob agli swap capestro*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 20; sull'intervento, v. pure SABBATINI R., *Consob, svolta su derivati e bond*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 marzo 2009, 35).

IV

LE TUTELE ESPERIBILI DAL *COLLATERAL PROVIDER*, DAI TERZI CREDITORI E DAGLI ORGANI DELLA PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE

SOMMARIO: 1. Tutela restitutiva e risarcitoria del *collateral provider*: coordinamento con la disciplina del *common law* inglese. 2. La tesi che individua la tutela del *collateral provider* nell'azione di nullità. Critica. 3. L'azione di contestazione della violazione della ragionevolezza sotto il profilo commerciale da parte del *collateral provider*. 3.1. Segue: la domanda della procedura di liquidazione e l'ulteriore "azione di ricostituzione del patrimonio concorsuale". 4. Le tutele dei terzi creditori del *collateral provider*: considerazioni preliminari. 4.1. Le tutele, successive all'escussione della garanzia, dei terzi creditori sulle pretese risarcitorie e restitutorie del *collateral provider*. 4.2. Le tutele, anteriori all'escussione della garanzia, dei terzi creditori sulle attività finanziarie costituite in pegno: il conflitto tra *collateral taker* e terzi creditori muniti di titolo esecutivo o che hanno ottenuto un sequestro conservativo.

1. TUTELA RESTITUTORIA E RISARCITORIA DEL *COLLATERAL PROVIDER*: COORDINAMENTO CON LA DISCIPLINA DEL *COMMON LAW* INGLESE.

La generalizzazione dello schema del patto marciano e delle alienazioni in funzione di garanzia sul modello del pegno irregolare si evince chiaramente dall'art. 4 co. 2 del Decreto il quale stabilisce che, nell'adempiere all'obbligo di informazione successivo all'escussione della garanzia, il *collateral taker* "restituisce contestualmente l'eccedenza"⁴⁶⁶.

⁴⁶⁶ Gli ordinamenti tedesco ed olandese già prevedono espressamente l'obbligo, in capo al creditore pignoratizio che si sia avvalso dei rimedi in autotutela di diritto comune, di restituire al debitore l'eccedenza del ricavato (§ 1247 BGB e 253 c.c. olandese). La *ratio* sottesa a tali previsioni viene così spiegata da KEIJSER T., *Financial Collateral*, cit., 130-131: "the core characteristics of security interests discussed above reflect the limited goal of a security interest."

Tale obbligazione ricalca quella di diritto romano avente ad oggetto - già prima che venisse vietata la *lex commissoria* dalla nota costituzione dell'imperatore Costantino del 324 d.C.⁴⁶⁷ - la restituzione del *superfluum pretii* o *pignorum*⁴⁶⁸ detto pure *hyperocha*⁴⁶⁹: viene ricordato come in diritto romano - a sua volta influenzato dalla prassi marittima greca⁴⁷⁰ - sin dall'età classica troviamo esteso all'ipotesi di pegno

It serves a recovery function, and the collateral taker are in a fiduciary relationship and that a balance must be reached between their respective interests and those of their creditors. Because both the core characteristics discussed above and the goal of reaching a fair balance between the interests of the parties involved in a security interest are deemed to be fundamental, the core characteristics are issues of mandatory law. Basically, the core characteristics of security interests and the methods used to balance the interests of the parties are applications of the general principle that parties should behave in a fair and reasonable manner towards each other. The application of these characteristics as a guarantee for reasonable behaviour is particularly important when the parties to an agreement are not in an equally powerful position. This is the case, for example, when a financial institution provides credit to an individual person or to a small or medium-sized enterprise. In the case of an outright transfer of title, a comparable fiduciary relationship between the transferor and the transferee does not arise. In this case, the transferor intends to transfer all right, title and interest to the transferee. This meant that, in this case, the application of the characteristics of security interests outlined above is not mandatory”.

⁴⁶⁷ C. Th., 3, 2, 1=C. 8, 34 (35), 3, a. 326.

⁴⁶⁸ Ulp. D. 20, I, 21, 3; C. 8, 27 (28), 20 e C. 8, 29 (30), 5, a. 294.

⁴⁶⁹ Tryph. D. 20, 4, 20. PAOLI U.E., *Hyperocha*, in *Noviss. Dig. it.*, VIII, Torino, 1962, 114-115; MANIGK A., *Hyperocha*, in Pauly-Wissowa, *Real Encycl.*, IX, 1916, 292 ss.; BERGER A., *Hyperocha*, *Hypotheca*, in *Encyclopedic Dictionary of roman law*, Philadelphia, 1953, 490.

⁴⁷⁰ PELLOSO C., *Influenze greche nel regime romano della "hypotheca"*, Testo della relazione tenuta in occasione del Seminario Internazionale 'I sentieri di Dike' (Milano, 10 - 11 marzo 2008) organizzato dal prof. Alberto Maffi e dalla prof. Eva Cantarella, in http://www.teoriaestoriadeldirittoprivato.com/media/rivista/2008/contributi/2008_Contributi_Pelloso_Influenze.pdf, 97, in nota. L'Autore ricorda come "in un tempo non ben precisabile, ma collocabile di certo dopo la fine del V sec. (e attestato per l'età ellenistica), andò ad affermarsi in modo totale il diritto del creditore di vendere, previo impossessamento, la cosa ipotecata percependo sul prezzo di vendita l'ammontare del suo credito (valorizzazione): fenomeno questo, ancora una volta non sconosciuto alla prassi marittima, come desumiamo, ad esempio da Dem., XLIX, *Contra Timotheum*, 35 in cui si contempla - seppur teoricamente - l'ipotesi di un banchiere che dopo aver dato a un commerciante la somma necessaria per il trasporto di un carico, vende quest'ultimo sino alla copertura del dovuto". A tale Autore si rinvia per la ricostruzione del dibattito relativo alla sussistenza, nel diritto greco, della possibilità del creditore appropriatosi della cosa ricevuta in pegno di chiedere la differenza al debitore e sul diritto di quest'ultimo di chiedere la restituzione dell'eccedenza della vendita (46 ss.).

convenzionale (*pignus conventum*) il mezzo processuale (*actio pigneraticia in personam*) con cui il debitore pignorante faceva valere il suo diritto alla restituzione, quanto meno per il caso in cui si chiedesse non già la cosa bensì il residuo del ricavato della vendita della stessa, effettuata a scopo soddisfacente dal creditore pignoratizio⁴⁷¹.

Come anticipato, l'obbligazione di restituzione rappresenta “l'obbligazione in senso proprio del creditore”⁴⁷² mentre, come pure si è visto, accessori a tale obbligazione meramente eventuale, possono considerarsi gli obblighi di avviso o di informazione nonché gli obblighi di protezione che, alla luce del XVII *considerando* della Direttiva, il *collateral taker* ha nei confronti dello stesso debitore o del terzo datore della garanzia nella fase di escussione della stessa; esigenza di protezione che la Direttiva estende pure ai terzi creditori del *collateral provider*.

Innanzitutto va considerata la tutela restitutoria legata all'arricchimento senza causa individuabile nelle ipotesi in cui il *collateral taker* abbia escusso la garanzia adempiendo all'obbligo di protezione del patrimonio del *collateral provider* mediante l'osservanza del criterio della ragionevolezza commerciale, e conseguendo altresì un esubero rispetto all'ammontare del credito.

Per il caso in cui, invece, le obbligazioni finanziarie garantite siano state sopravvalutate dal *collateral taker* ovvero quest'ultimo, utilizzando i rimedi di *self-help* della vendita, abbia svenduto le attività

⁴⁷¹ BURDESE A., *Pegno (dir. rom.)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 671.

⁴⁷² MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 759.

finanziarie ovvero, utilizzando il rimedio dell'appropriazione, abbia sottovalutato il *collateral*, è il rimedio risarcitorio per responsabilità contrattuale ad apparire il più idoneo alla tutela del *collateral provider*⁴⁷³.

L'individuazione della fonte dell'obbligazione nell'arricchimento senza causa è coerente con le più recenti ricostruzioni del divieto del patto commissorio il quale viene temperato dall'ammissibilità del patto marciano: l'esubero dell'escussione esorbita, infatti, dalla causa di garanzia⁴⁷⁴. Sotto tale profilo rileva la causa intesa

⁴⁷³ Pure in ambiente inglese, nel menzionare alcune discipline che si ispirano all'art. 1-203 U.C.C. che sancisce il dovere di agire secondo "*good faith*" (oltre che "*in a commercially reasonable manner*"), viene ricordato che "it seems that a breach of this duty will render the party liable in damages" (GREAT BRITAIN LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER NO 176, *cit.*, 62). Anche per l'obbligo di informazione può pervenirsi alle stesse conclusioni espresse per l'obbligo di protezione: secondo la dottrina infatti "la legge non regola le conseguenze dell'inadempimento dell'obbligo di comunicazione [...]. Nonostante l'inclusione degli organi delle procedure di liquidazione e risanamento tra i destinatari della comunicazione, non sembrerebbero sussistere ostacoli nel qualificare gli obblighi previsti dall'art. 4, comma 2° come obbligazioni contrattuali, secondo la previsione dell'art. 1374 c.c., e quindi nel considerare il beneficiario della garanzia inadempiente tenuto al risarcimento degli eventuali danni" (GUCCIONE A.V., *Commentario, cit.*, 821).

⁴⁷⁴ La ricostruzione in termini di ingiustificato arricchimento è espressamente indicata nel parere BCE del 13 giugno 2001, in sede di commento alla proposta di direttiva, in *GUCE C-196* del 12 luglio 2001, 10. Possono, al riguardo, ripetersi le considerazioni espresse dalla dottrina romanistica (ROMEO S., in *Polis*, 2006, 2, per la *fiducia cum creditore*: "di "proprietà fiduciaria" potrà parlarsi allora, ma solo in senso atecnico, considerando cioè il diritto reale del creditore come limitato, nel tempo e nelle facoltà ad esso normalmente inerenti, dalla *causa fiduciae*"; "le clausole dei *pacta* in merito alla restituzione del *superfluum* confermano tale limite all'effetto costitutivo dell'inadempimento. E le fonti giuridiche espressamente prevedono il caso in cui il creditore venda il pegno *pluris quam debitum erat*: nel quale caso, il debitore ha azione contro di lui per il doppio: D.13.7.24.2 (Ulp. 30 *ad edictum*): *si vendiderit quidam creditor pignus pluris quam debitum erat, nondum autem pretium ab emptore exegerit, an pigneraticio iudicio conveniri possit ad superfluum reddendum, an vero vel expectare debeat, quoad emptor solvat, vel suscipere actiones adversus emptorem? et arbitror non esse urgendum ad solutionem creditorem, sed aut expectare debere debitorem aut, si non expectat mandandas ei actiones adversus emptorem periculo tamen venditoris, quod si accipit iam pecuniam, superfluum reddit D. 13.7.42 (Pap. 3 respons.): creditor iudicio, quod de pignore dato proponitur, ut superfluum pretii cum usuris restituat, iure cogitur [...]; C. 8.27(28).20 (Imp. Diocletianus et Maximianus AA. Sabino a. 294): *secundum placiti fidem, si nihil convenit specialiter, pignoribus a creditore maiore quam ei debebatur pretio distractis, licet ex eo fundus comparatus sit, non super hoc in rem, sed in personam, id est pigneraticia, de superfluo competit actio*. Mentre se il creditore vende per meno, resta tale del residuale prezzo" (219).*

come giustificazione degli spostamenti patrimoniali. L'art. 4 co. 1 lett. a) e b), infatti, consente l'esercizio dei poteri di autotutela "*fino a concorrenza del valore dell'obbligazione finanziaria garantita*": rappresentando l'entità del credito e degli accessori il limite della garanzia, è evidente che l'eccedenza del realizzo esula dalla funzione di garanzia e deve essere pertanto restituita in quanto diviene *detrimentum* per il patrimonio del *collateral provider* - che risulta impoverito - ed arricchimento per il patrimonio del *collateral taker*⁴⁷⁵.

Va esclusa, invece, l'individuazione della fonte dell'obbligazione restitutoria nella ripetizione dell'indebito dal momento che, analogamente a quanto osservato per il pegno irregolare (ma pure regolare) sia la costituzione di un *security financial collateral* che la prestazione di un *title transfer financial collateral*, non sembrano avere una funzione solutoria ma, appunto, di garanzia⁴⁷⁶ con la conseguenza

⁴⁷⁵ I rapporti tra incremento patrimoniale ottenuto dall'arricchito e diminuzione patrimoniale subita dall'impoverito sono chiaramente delineati da DI MAJO A., *Danno e mancato profitto nell'arricchimento senza causa*, in *Corr. giur.*, 1, 2009, 70: "detti effetti non sono poi equidistanti, come sembrerebbe. Mentre infatti l'arricchimento è al centro della fattispecie e ne costituisce, per così dire, il fondamento, donde la forma di tutela *contro* di esso, la "diminuzione patrimoniale", che simmetricamente subisce l'impoverito, è più propriamente l'oggetto dell'obbligo di indennizzo della norma previsto quale forma di tutela. Del resto, è predicato nella stessa norma che l'arricchimento, da fondamento del rimedio, degrada poi a "limite" (e non più oggetto) dell'obbligazione restitutoria. Si indennizza l'impoverito ma "nei limiti dell'arricchimento"

⁴⁷⁶ Sotto il profilo degli specifici mezzi di tutela del contraente che abbia prestato la garanzia di fronte al pregiudizio subito dalle modalità di realizzo ovvero di valutazione delle garanzie da parte del contraente garantito, una dottrina ha invece osservato come potrebbe essere invocata la violazione del dovere di buona fede contrattuale e, in subordine, il risarcimento dei danni subiti ovvero, in alternativa, la ripetizione dell'indebito oggettivo, fermo restando che tali strumenti non sono in grado di fronteggiare tempestivamente l'eventuale abuso del contraente garantito (SARDO G., *op. cit.*, 623).

che la tutela più confacente risulterà essere quella dell'azione di arricchimento senza giusta causa.

Molte controversie recenti vedono la contestazione ad opera del *collateral provider* del mancato verificarsi di un *event of default*. Tale circostanza, pur non incidendo sulla tutela esperibile dal *collateral provider* che resta quella dell'ingiustificato arricchimento, tuttavia consente di introdurre una distinzione che rispecchia le due forme principali di arricchimento che sono state elaborate. Nel caso di vendita o appropriazione in assenza del verificarsi di un *event of default* la tutela sarà quella dell'arricchimento ottenuto mediante *fatto ingiusto* (utilizzo *sine titulo* di diritti o beni altrui)⁴⁷⁷: “è quasi una regola di appartenenza a risultare violata”⁴⁷⁸. Nel caso in cui, invece, la vendita o l'appropriazione si siano avuti a seguito di un *event of default*, la tutela sarà quella dell'arricchimento “derivante da una prestazione altrui, non ingiusta ma indebita o *sine causa* (arricchimento imposto o mediato)”⁴⁷⁹: “qui la regola violata non è una regola di appartenenza ma di *circolazione*, la quale esige che spostamenti patrimoniali debbono essere *giustificati* (giusta causa)”⁴⁸⁰.

⁴⁷⁷ DI MAJO A., *op. cit.*, 71.

⁴⁷⁸ DI MAJO A., *op. cit.*, 71 il quale prosegue affermando che “ove l'arricchimento sia il risultato di un *fatto ingiusto* l'obbligazione che ne consegue, pur restitutoria, non potrà che costituire anche un rimedio alla “ingiustizia” del *fatto-appropriazione* e correggerne gli effetti”.

⁴⁷⁹ DI MAJO A., *op. cit.*, 71.

⁴⁸⁰ DI MAJO A., *op. cit.*, 71 il quale prosegue osservando che “ove [...] l'arricchimento derivi dalla prestazione altrui (arricchimento imposto), nell'obbligazione (restitutoria) non potrà tenersi conto che di quella perdita che il soggetto della prestazione subisce, avendola riversata nella sfera di altri”.

In una prospettiva di diritto privato europeo, occorre ricordare come l'inquadramento della tutela restitutoria nell'ambito dell'ingiustificato arricchimento pare potersi conciliare pure con l'ordinamento di *English law*. Da ultimo, infatti, è stato ricordato che, nonostante, come è noto, il *common law* del Regno Unito, similmente a quanto rilevato per l'obbligo di *good faith*, tenda a disconoscere l'arricchimento senza giusta causa, "la c.d. *restitution* come categoria autonoma si è fatta largo [...] abbastanza recentemente nel diritto inglese guadagnando faticosamente terreno tra le due *provinces* [...] del *contract* e del *tort*"⁴⁸¹.

Anche in ordine alla restituzione dell'eccedenza scaturente dall'escussione di un *security financial collateral*, che non determina il trasferimento della proprietà dei beni oggetto di garanzia, il rimedio esperibile pare poter essere quello del *waiver of tort* il quale si riferisce

⁴⁸¹ NICOLUSSI A., *Le restituzioni*, in Castronovo-Mazzamuto (a cura di), *Manuale di diritto privato europeo*, II, *Proprietà Obbligazioni Contratti*, Milano, 2007, 203 richiamando lo studio di BATESON J., *The nature of the Weaver of Tort*, in *The Use and Abuse of Unjust Enrichment, Essays on the Law of Restitution*, Oxford, 1991, 206. Proprio in relazione alla materia oggetto della presente ricerca, invece, come dimostrato dalle pronunce statunitensi citate nel capitolo III, in molte controversie gli attori censuravano oltre che la violazione della *good faith* e della *commercial reasonableness* anche l'*unjust enrichment*. Le persistenti resistenze dell'ordinamento inglese di *common law* a svincolarsi da una riconduzione dei rimedi restitutori al *law of tort*, come ricordato, si è manifestata nella terminologia utilizzata dalla *Law Commission*, che ha avanzato recentemente la proposta di utilizzare l'espressione "*restitutionary damages*" (NICOLUSSI A., *op. cit.*, 204) definita "una sorta di ircocervo con la forma del risarcimento e il contenuto dell'arricchimento" (CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, cit., 633). Ricorda GALLO P., *Arricchimento senza causa e quasi contratti. I rimedi restitutori*, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, 2008, 240 ss come vi siano due modelli dell'azione di arricchimento piuttosto ben contrapposti: da una lato, il modello franco-italiano in cui l'azione è considerata strettamente sussidiaria e l'esperibilità del rimedio è rigorosamente ancorata alla prova della correlazione tra *detrimentum* ed arricchimento; dall'altro lato il modello tedesco-angloamericano in cui viene meno la sussidiarietà dell'azione ed in cui si ritiene sufficiente che l'arricchimento sia la conseguenza di un'ingerenza non consentita nelle altrui situazioni protette, a prescindere dalla prova di un *detrimentum* effettivo.

proprio ad “arricchimenti da disposizione in violazione di una proprietà reale o immateriale di altri (*properties*). Se taluno si arricchisce *by taking or using the property of another* il titolare può in certi casi, in luogo di agire in *tort* per farsi risarcire dei danni subiti, agire in *assumpsit* per farsi restituire il valore di ciò che il primo gli ha indebitamente sottratto”⁴⁸²; “ma nato nell’orbita dell’illecito, il *waiver of tort* sembra ora guadagnare nella dottrina inglese più avanzata una più precisa collocazione sul terreno della *restitution* che a sua volta ha acquisito sempre maggiore definizione dogmatica stabilizzandosi come una sorta di terzo pilastro, dopo il *contract* e il *tort*, nel diritto privato”⁴⁸³.

I rimedi a tutela del *collateral provider* sembrano, pertanto, esaurirsi o in quello restitutorio o in quello risarcitorio da inadempimento contrattuale⁴⁸⁴. Tale ricostruzione pare essere, sia pure parzialmente, in linea anche con l’ordinamento statunitense ove, come visto nel capitolo III, normalmente il *collateral provider* agisce contro il *collateral taker* o sul terreno della *restitution (unjust enrichment)* o *in contract (breach of contract, violazione del duty of good faith and fair dealing)*, oltre che *in tort (fraud in inducement, misrepresentation)*. Occorre peraltro ricordare

⁴⁸² NICOLUSSI A., *op. cit.*, 203.

⁴⁸³ NICOLUSSI A., *ibidem*.

⁴⁸⁴ Come viene ricordato da DI MAJO A., *op. cit.*, 68 ss. l’impoverito viene a trovarsi in una situazione più propizia rispetto a quella in cui esso si sarebbe trovato ove si fosse rimasti sul terreno della esecuzione del contratto. I crediti pecuniari infatti verrebbero convertiti in crediti di valore (a seguito dell’arricchimento), senza bisogno che l’impoverito abbia l’onere di ricorrere, sia pure in via presuntiva, alla prova del danno *ex art. 1224*. In una prospettiva di diritto privato europeo il co. 3 dell’art. 160 del Codice europeo dei contratti prevede che “*la restituzione deve essere effettuata mediante il versamento alla controparte di una somma di denaro ragionevolmente equivalente, la quale, in mancanza di accordo fra le parti è determinata nel suo ammontare dal giudice quale debito di valore, salva la possibilità di procedere ad un equo calcolo compensativo delle restituzioni reciprocamente dovute alle parti?*”.

come l'U.C.C. in applicazione del meccanismo di controllo *a posteriori* di cui all'art. 9 U.C.C. sanzioni anche con i *punitive damages* il creditore che si sia soddisfatto sul bene a condizioni lontane da quelle di mercato, imponendo su costui un onere di diligenza e buona fede: anche per la sanzione dei *punitive damage* il rimedio riconfluisce, pertanto, nell'ambito del *law tort*⁴⁸⁵. Inoltre, tradizionalmente, si configura come azione *in tort* e dunque non contrattuale anche l'azione in *conversion* ossia per appropriazione indebita o illecita come recentemente ribadito in *American Home Mortgage Holdings, Inc. v. Lehman Bros., Inc.*⁴⁸⁶

⁴⁸⁵ GARDELLA A., *op. cit.*, 201-202 nota 427, richiamando CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari, cit.*, 156-157 la quale ricorda che "poiché, sia che si agisca per *wrongful repossession*, sia che si agisca per *fraud* o per *breach of duties of good faith*, è possibile chiedere *punitive damages*, il risultato finale è che la filosofia del codice può riassumersi nel lasciare che il creditore agisca, ma agisca a proprio rischio". Per l'esclusione del riconoscimento dei *punitive damage* nell'ordinamento italiano, v. Cass., 19 gennaio 2006, n. 1183, in *Foro it.*, 2007, I, 1461, con nota G. PONZANELLI; in *Danno e resp.*, 2007, con nota di P. PARDOLESI; in *Europa dir. priv.*, 2007/1129 ss., con nota di G. SPOTO; App. Venezia, 15 ottobre 2001, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2002, 1021 con nota di Z. CRESPI REGHIZZI; App. Trento-Sez. dist. Bolzano, 16 agosto 2008, in *Danno e resp.*, 2009, 192 ss. con nota di G. PONZANELLI.

⁴⁸⁶ Sul punto, v. capitolo III, note 239 e 240. Il *leading case*, per una fattispecie di compera allo scoperto *on margin*, è costituito da *Markham v. Jaudon*, 41, N.Y. 235 (1869) citato da COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 111 ss. inerente al potere del *broker* di vendere, secondo i patti convenuti, senza preventiva notizia i titoli acquistati per garantirsi dalle perdite derivanti dalle fluttuazioni di mercato dei titoli qualora il cliente (*customer*) non versi il maggior margine richiesto dal broker. Nel ritenere che il cliente mantiene il diritto sui titoli acquistati, accanto all'affermazione del *tort of conversion* è stata altresì prevista la "relativa disciplina del risarcimento dei danni (*rule of damages*) che si concreta nel più alto valore di mercato dei titoli tra la data dell'appropriazione e il processo (precisamente il *trial*, che ne costituisce la fase finale), purché svolto entro un termine ragionevole" (113-114).

2. LA TESI CHE INDIVIDUA LA TUTELA DEL *COLLATERAL PROVIDER* NELL'AZIONE DI NULLITÀ. CRITICA.

Secondo una parte della dottrina l'inosservanza dello *standard* di ragionevolezza commerciale darebbe luogo a nullità per violazione di una norma di ordine pubblico economico⁴⁸⁷. La natura imperativa dell'art. 8 viene individuata sia nella formula utilizzata dal legislatore sia nella funzione di protezione che la Direttiva intende accordare al datore della garanzia e al debitore con il XVII *considerando*⁴⁸⁸.

Senonché tali indici normativi non sembrano di per sé idonei a ricostruire la disposizione in discorso quale norma di ordine pubblico economico o imperativa.

Senza considerare che, alla luce della teoria degli obblighi di protezione e di avviso, la tesi della nullità c.d. di protezione è stata ripudiata in favore del modello della responsabilità contrattuale derivante dall'inadempimento degli obblighi informativi pure dalla Suprema Corte nelle recenti pronunce che riconducono le violazioni degli obblighi informativi degli intermediari finanziari alla responsabilità precontrattuale o da inadempimento contrattuale - così accordando i rimedi risarcitori o risolutivi⁴⁸⁹, quanto all'utilizzo

⁴⁸⁷ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 175-176, nota 10.

⁴⁸⁸ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 177.

⁴⁸⁹ Cass., SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 4, 432 ss.; Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Mondo bancario*, 2006, n. 1, 53 con nota di LEMMA, condivisa da CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari*, cit., 55 il quale richiama al riguardo pure l'opinione già espressa in senso conforme alla Corte di legittimità di ROPPO V., *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 616.

dell'espressione "devono" si può agevolmente obiettare come anche l'art. 1337 c.c. preveda che, nell'esecuzione del contratto, le parti "devono" comportarsi secondo buona fede e non certo per questo si ritiene che la violazione dell'art. 1337 c.c. possa dar luogo a nullità per violazione di norma imperativa.

Inoltre, lo scopo di "protezione" è sotteso a tutte le tutele accordate dall'ordinamento e dunque anche a quelle non invalidanti. La protezione del datore della garanzia e dei terzi pare poter essere allora perseguita in maniera più appropriata mediante lo strumento tecnico degli obblighi di sicurezza in quanto, come anticipato, la soddisfazione in autotutela altro non sarebbe che la proiezione sul piano esecutivo del negozio sostanziale concluso tra debitore e creditore circa le modalità di garanzia del credito: la sua esecuzione avviene, pertanto, totalmente nell'ambito di questa autonomia negoziale, con possibilità per il creditore pignoratizio di procedere alla vendita pur se non in possesso del titolo esecutivo⁴⁹⁰.

Come si è avuto modo di sostenere nel capitolo III, la ragionevolezza commerciale di cui all'art. 8 si iscrive, infatti, nella "cornice" della buona fede integrativa e, pertanto, considerata la "contrattualizzazione" della fase esecutiva della garanzia finanziaria pare preferibile la ricostruzione in termini di responsabilità da inadempimento dell'obbligo di protezione nei confronti del *collateral provider*.

⁴⁹⁰ BALBI C, *op. cit.*, 626.

Inoltre, la dottrina che al fine di sostenere l'invalidità pone l'accento esclusivamente sul rimedio risolutorio, negando la configurazione del rimedio risarcitorio non sembra tener conto della buona fede *in executivis* e dei danni scaturenti dalla violazione dell'obbligo di protezione nel momento in cui afferma come "il rimedio della risoluzione dovrebbe riguardare il contratto di garanzia in quanto tale e non solo gli atti compiuti in violazione della ragionevolezza commerciale"⁴⁹¹.

3. L'AZIONE DI CONTESTAZIONE DELLA VIOLAZIONE DELLA RAGIONEVOLEZZA SOTTO IL PROFILO COMMERCIALE DA PARTE DEL COLLATERAL PROVIDER.

L'azione diretta a far valere la violazione della ragionevolezza commerciale in ordine alle condizioni di realizzo delle attività finanziarie, ai criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie è disciplinata dall'art. 8 in maniera parzialmente difforme a seconda che ad agire in giudizio sia il *collateral provider* ovvero la procedura di liquidazione.

Va premesso che il legislatore ha previsto una presunzione di ragionevolezza delle clausole contrattuali qualora le stesse siano "conformi agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d'Italia, d'intesa con la

⁴⁹¹ GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 176, nota 10.

CONSOB, in relazione alle clausole di garanzia elaborate nell'ambito della prassi internazionale⁴⁹².

Nell'ipotesi in cui le condizioni di ragionevolezza siano state previamente concordate tra le parti la disciplina introduce una

⁴⁹² E' opinione comune che l'approvazione degli schemi da parte della Banca d'Italia determini soltanto la presunzione di ragionevolezza commerciale delle condizioni di realizzo delle attività e dei criteri di valutazione delle stesse e delle obbligazioni finanziarie garantite. La presunzione, evidentemente *iusuris tantum* (GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 172; ROBLES M., *op. cit.*, 13) opererà soltanto dal punto di vista processuale determinando l'inversione dell'onere della prova dal *collateral taker* al *collateral provider*. La presunzione non può certo operare sul piano sostanziale alla stregua di una presunzione *iusuris et de iure*. Pertanto nonostante la conformità delle clausole contrattuali concernenti le condizioni di realizzo e i criteri di valutazione agli schemi contrattuali individuati dalla Banca d'Italia, deve ritenersi sussistente in capo al *collateral taker* l'obbligo di protezione nei confronti del *collateral provider* discendente dalla buona fede integrativa. In linea con i principi probatori in materia di responsabilità da inadempimento il *collateral provider* può normalmente limitarsi alla deduzione dell'inadempimento all'obbligo di protezione; nel caso di presunzione *iusuris tantum* di ragionevolezza egli dovrà provare altresì la violazione della ragionevolezza da parte del *collateral taker* il quale pertanto non sarà esonerato dall'obbligo di protezione qualora le prassi contrattuali individuate dalla Banca d'Italia risultino irragionevoli.

A questo punto diventa importante stabilire quale sia il ruolo della Banca d'Italia nel selezionare e individuare gli schemi contrattuali. Soprattutto perché, come è stato osservato in senso critico, "attraverso questo meccanismo di riconoscimento viene dato un enorme rilievo ai vari modelli contrattuali internazionali ed alle associazioni che li predispongono, contribuendo sicuramente ad un'ulteriore standardizzazione della contrattualistica, ma anche ad una forte consolidazione delle posizioni di potere degli enti più influenti" (LAUDONIO A., *Le clausole di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, cit., 557). Al riguardo, come osservato, il legislatore si limita a individuare il solo criterio esteriore dell'elaborazione di tali clausole "nell'ambito della prassi internazionale" (GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 172). Da tale considerazione viene fatto scaturire che "la Banca d'Italia e la Consob non sono legittimate a presumere che le clausole elaborate nell'ambito della prassi internazionale sono conformi al nostro ordinamento giuridico, e, in particolare, alla ragionevolezza commerciale" (GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 173, nota 8). In particolare si ritiene che l'autorità giudiziaria ordinaria potrà disapplicare i provvedimenti della Banca d'Italia i quali potranno anche essere impugnati direttamente innanzi al giudice amministrativo (GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 173, nota 8). Il vero limite (culturale) più realisticamente sembra piuttosto discendere dalla "deferenza" dei giudici italiani nei confronti dell'autorità amministrativa: "l'obiettivo necessità di contrastare l'usura sarà letta in chiave funzionalistica, ossia finalizzando l'intervento della Banca d'Italia all'impedire elusioni alle norme sull'usura, con il risultato di far assurgere dei regolamenti amministrativi al rango di norme di ordine pubblico" [DE BIASI P., *I contratti standard*, cit., 667-668 richiamando DENOZZA F., *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti "regolatrici"*, in *Mercato, conc., reg.*, 2000, 475 e MACCHIATI A., *Poca deferenza e molta discrezione (ma dei giudici). A proposito degli argomenti di Francesco Denozza sulle autorità indipendenti*, *ivi*, 2001, 363].

presunzione assoluta di ragionevolezza commerciale. In tale ipotesi si ritiene che difetti una condizione di procedibilità della domanda giudiziale in forza della presunzione che tale accordo sia manifestazione della condivisione delle parti circa il valore della garanzia⁴⁹³.

In assenza dell'adozione di tali schemi evidentemente si porrà il problema della prova della violazione della ragionevolezza la quale dovrebbe essere regolata dalla disciplina generale in tema di responsabilità da inadempimento secondo i più recenti orientamenti della Suprema Corte.

Per l'azione promossa dal *collateral provider* il co. 2 prescrive un termine trimestrale di decadenza. La particolare brevità del termine – il cui *dies a quo* va individuato nella comunicazione del rendiconto di cui all'art. 4 co. 2⁴⁹⁴ – va intesa nel senso che l'espressione “far valere in giudizio” presuppone che, entro la scadenza indicata, il debitore e/o il terzo datore della garanzia non si siano limitati ad una contestazione stragiudiziale ma abbiano già formalmente instaurato il procedimento, eventualmente anche in via cautelare con la domanda di accertamento tecnico preventivo dell'*an* e del *quantum debeatur*⁴⁹⁵, attraverso la notifica dell'atto introduttivo⁴⁹⁶.

⁴⁹³ GABRIELLI E., *Contratti, cit.*, 310.

⁴⁹⁴ Al fine della decorrenza del *dies a quo* non pare idonea la circostanza che la notizia della vendita o dell'appropriazione sia apparsa sulla stampa proprio perché, come anticipato, l'obbligo di rendiconto deve essere analitico.

⁴⁹⁵ Sulla possibile utilizzazione dell'accertamento tecnico preventivo, alla luce del novellato art. 695-*bis* c.p.c., nel contenzioso sui contratti derivati al fine di accertare l'*an* ed il *quantum debeatur*, v. il giudizio pendente innanzi al Tribunale di Verona, nonché le pronunce dei Tribunali di Torino, Cuneo (sent., 17 febbraio 2009, n. 106) e Pescara (ord., 12 febbraio 2009) riferite negli

Anche alla luce del breve termine di decadenza potrebbe porsi la questione se, decaduto dall'esperimento dell'azione *ex art. 8 il collateral provider*, convenuto in giudizio dal *collateral taker* per il pagamento dell'importo residuo non coperto dalla garanzia, possa comunque far valere in via di eccezione l'inosservanza dello *standard* di ragionevolezza commerciale nell'escussione della garanzia secondo la regola per cui *quae temporalia ad agendum perpetua ad excipiendum*. Al quesito pare doversi dare risposta negativa. Infatti, la circostanza che la regola sia espressamente prevista per l'azione di annullamento (art. 1442, ult. co., c.c.) ma sia pure espressamente esclusa per l'azione di rescissione (art. 1449, co. 2, c.c.) impedisce di ritenere che possa affermarsi l'esistenza nel nostro ordinamento del principio in discorso⁴⁹⁷.

articoli di GALIMBERTI A., *Nei contenziosi sui derivati entra il perito*, in *Il Sole 24 Ore* del 3 febbraio 2009, 26; ID., *L'operatore <<qualificato>> si assume il rischio swap*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 28; TROVATI G., *Primi spiragli ai risarcimenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio 2009, 33 ove per un derivato fornito da Unicredit diretto a coprire i tassi variabili di un mutuo, l'avvocato Dario Loiacono, difensore dell'acquirente di protezione, riferisce che "il consulente tecnico nominato dal tribunale [...] ha assunto come riferimento il "costo di sostituzione", utilizzato nei contratti Isda e nel Tuf ai fini della compensazione fallimentare quando non si riesce a quantificare il valore di uno strumento e diventa necessario calcolare quanto potrebbe costare un'operazione equivalente"; sempre in tale ultimo articolo si legge: "una volta definita questa (un plain vanilla, nel caso di Tecnoparco), si calcola la differenza tra i costi sostenuti dall'ente e quelli dell'operazione equivalente, individuando per questa via gli oneri ingiustificati [...] <<Il problema della vendita standardizzata dei derivati – prosegue Loiacono – può essere risolto con tempi e costi accettabili soltanto con soluzioni standardizzate, e la procedura consente di applicare un criterio generalizzato di calcolo del danno. Non si può pensare che le migliaia di dispute già attive e possibili possano intasare per anni le aule dei nostri tribunali con questioni che hanno ben poco di giuridico".

⁴⁹⁶ GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 41.

⁴⁹⁷ Sul principio, v. BOLAFFI R., *Le eccezioni nel diritto sostanziale*, Milano, 1936; CONSOLO C., *"Imprescrittibilità" della c.d. eccezione di annullabilità e parte convenuta per l'esecuzione: spunti sistematici*, in *Corr. giur.*, 2000, 1, 96, nota 4.

L'accoglimento della contestazione comporta la rideterminazione del valore assegnato o conseguito irragionevolmente ed il conseguente obbligo del creditore di rifondere la porzione a titolo risarcitorio o restitutorio⁴⁹⁸.

L'ancoraggio del *dies a quo* del termine di decadenza trimestrale alla data della comunicazione per le ipotesi di escussione mediante vendita o appropriazione ha fatto ritenere che l'azione volta a far dichiarare l'irragionevolezza non sia esperibile qualora il creditore abbia alienato l'oggetto della garanzia in un momento in cui il debitore era ancora *in bonis* esercitando il suo potere di disposizione mediante il diritto di utilizzo previsto dall'art. 5 del Decreto: "l'obbligo di ricostituire la garanzia equivalente nasce all'atto dell'alienazione della garanzia originaria, che avviene in una fase fisiologica, potenzialmente non ancora lesiva degli interessi del debitore, protetti appunto dall'obbligo di riconsegnare la garanzia equivalente. Questo obbligo può essere, infine, compensato con il credito a ricevere la prestazione, secondo le clausole di *close-out netting*"⁴⁹⁹.

Occorre ricordare come la dottrina abbia messo in evidenza che in caso di violazione della ragionevolezza, le condizioni per far riconoscere processualmente la situazione lesiva siano restrittive "perché *a priori* viene posta una presunzione di ragionevolezza nell'ipotesi in cui le condizioni di realizzo siano state concordate

⁴⁹⁸ GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie*, cit., 41.

⁴⁹⁹ BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *op. cit.*, 1538.

dapprima fra debitore e creditore”⁵⁰⁰. Per fronteggiare tale situazione la stessa dottrina chiarisce che “tuttavia i limiti fissati alla proposizione di un’azione volta a dichiarare l’irragionevolezza delle condizioni di realizzo sembrano aggirabili, contestando la ragionevolezza mediante altro procedimento, ad es. impugnando il contratto di garanzia per vizi della volontà circa le condizioni di realizzo oppure, in ultima istanza proponendo un’azione per ingiustificato arricchimento”⁵⁰¹.

In effetti, l’art. 8 non chiarisce se l’azione ivi prevista costituisca l’unica forma di sindacato avverso l’escussione della garanzia finanziaria o se piuttosto essa si aggiunga alle altre azioni che nel diritto comune spettano al datore della garanzia e ai terzi creditori. Secondo la dottrina in base al XVI *considerando* della Direttiva si potrebbe sostenere che l’azione fondata sull’“irragionevolezza commerciale” non si sostituisca alle azioni basate sulla frode e, più in generale, a quelle dirette alla conservazione della garanzia patrimoniale generica, ma rimane comunque aperta la questione del rapporto tra i termini di prescrizione delle azioni testé citate e i più brevi termini sanciti dall’art. 8 che sembrano ispirati all’esigenza di circoscrivere nel tempo l’incertezza giuridica sull’esito dell’escussione della garanzia. Viene inoltre chiarito che nel caso in cui il beneficiario della garanzia sia un “sistema di regolamento” tutte le azioni esplicitamente o

⁵⁰⁰ Secondo la dottrina tale previsione appare critica sotto il profilo della tutela di eventuali aventi causa del *collateral provider* (e, anche se più raramente, del *collateral taker*) e delle stesse parti del contratto di garanzia finanziaria: GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 174. Si ritiene inoltre che la presunzione di ragionevolezza dovrebbe valere solo per le operazioni su derivati non operando invece per il caso di finanziamenti bancari (PROSPERETTI L., *op. cit.*, 405).

⁵⁰¹ BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *op. cit.*, 1538.

implicitamente ammesse dalla nuova disciplina continueranno a incontrare anche la limitazione introdotta dall'art. 8, co. 6, D.Lgs. n. 210/2001 in cui si stabilisce che “nessuna azione” può pregiudicare nei confronti di un “sistema” la realizzazione delle garanzie costituite prima dell'apertura di una procedura di insolvenza per i crediti derivanti da operazioni definitive o connesse con le funzioni della Banca Centrale⁵⁰².

3.1. SEGUE: LA DOMANDA DELLA PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE E L'ULTERIORE ”AZIONE DI RICOSTITUZIONE DEL PATRIMONIO CONCURSUALE”.

A favore della procedura concorsuale, senza considerare in questa sede le azioni revocatorie di cui all'art. 9 del Decreto⁵⁰³, sono previste due forme di tutela. Innanzitutto sussiste la tutela propria del *collateral provider* di cui al co. 2 dell'art. 8, con la sola differenza costituita da un più lungo termine di decadenza pari a sei mesi e dal fatto che il *dies a quo* non è ancorato alla comunicazione del rendiconto bensì all'apertura della procedura⁵⁰⁴.

⁵⁰² TROVATORE G., *op. cit.*, 299; MARCUCCI M., *op. cit.*, 541.

⁵⁰³ Sui profili concorsuali, v. ad es. FAUCEGLIA G., *Gli effetti delle procedure concorsuali di liquidazione sulle garanzie finanziarie*, in *Convegno ITA “Le garanzie finanziarie dopo il recepimento della Direttiva 2002/47/CE (D.Lgs. n. 170/2004)”*, Milano, 17 e 18 marzo 2005, 107 ss.

⁵⁰⁴ Il 30 gennaio 2009 è apparsa la notizia che l'attivo provvisorio di Lehman Brothers ammontava a 85 miliardi di dollari per un passivo di 613 miliardi precisandosi comunque che sull'attivo gravano 22,5 miliardi di pegni i quali potrebbero non entrare nella disponibilità della procedura (SERAFINI L., *Lehman, 85 miliardi l'attivo provvisorio*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2009, 38). I dati sono stati aggiornati da Alvarez&Marshall, la società che amministra l'insolvenza del gruppo Lehman negli U.S.A., la quale ha quantificato in 385 miliardi di dollari l'attivo

Nel caso di apertura di una procedura di liquidazione⁵⁰⁵ il co. 3 dell'art. 8 prevede che l'azione può colpire oltre all'irragionevolezza delle condizioni di realizzo delle attività finanziarie anche i criteri di valutazione delle stesse attività e delle obbligazioni garantite: "interessate all'applicazione di questa clausola sono anche le garanzie finanziarie attuate tramite il trasferimento della proprietà del bene e con costituzione di garanzia reale, ma con facoltà di appropriazione.

patrimoniale e in 360 miliardi il passivo e fanno riferimento alla sola capogruppo americana: le insolvenze di Lehman sono infatti amministrate da PriceWaterhouseCooper in Europa e da KPMG ad Hong Kong. Alvarez&Marshall, quantificando in circa 24 miliardi di dollari i contratti derivati sui quali Lehman ha una posizione di creditore, ha contestato a JP Morgan Chase e Bank of America, controparti di Lehman in contratti derivati, la richiesta di garanzie ben al di sopra del valore dei loro crediti chiedendo lo svincolo su circa un miliardo di euro, con la precisazione che la somma contestata potrebbe arrivare fino a 10 miliardi di euro (SERAFINI L., *Lehman, attivi per 385 miliardi*, cit., 20). Ed infatti nel successivo articolo di SERAFINI L., *Lehman, scontro liquidatori e JpM*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 marzo 2009, 38 viene riferito che si tratta di circa 11 miliardi di dollari di garanzie offerte a varie controparti bancarie da Lehman prima del crack (9 miliardi a JP Morgan, 2 miliardi a Citibank e 150 milioni a HSBC) e "sulle quali, a seguito del default, sono state avviate misure giudiziali ed extragiudiziali di confisca. Alvarez&Marshall ha in più sedi contestato queste misure" Con particolare riferimento ai 9 miliardi di dollari di *collateral* su cui si è soddisfatta JP Morgan secondo Alvarez&Marshall questa avrebbe esagerato nel cercare di coprire la propria posizione creditoria verso Lehman; sempre nell'articolo viene riportato uno stralcio del verbale dell'adunanza dei creditori ove vengono riferite le parole di Brian Marsal di Alvarez&Marshall: "nei giorni a ridosso del 14 settembre Jp Morgan ha afferrato tutto quello che poteva. Molti di questi pegni sono su *collateral* posti a garanzia di rischio-credito e di esposizione su derivati. Credo che JP Morgan, con questi pegni, si sia eccessivamente garantita rispetto alla sua esposizione. Per questo motivo ritengo che i pegni nel loro complesso alla fine si ridurranno sensibilmente"

Nell'articolo *Pickens Sues Lehman Over Collateral* apparso sul NEW YORK TIMES dell'8 ottobre 2008, invece, viene data notizia dell'azione legale intrapresa da BP Capital innanzi alla New York State Supreme Court contro Lehman diretta al recupero del *close-out amount* per circa 60 milioni di dollari a seguito dell'*event of default* costituito dall'insolvenza di Lehman; lo stesso articolo riferisce dell'azione intrapresa da Bank of America per il recupero, sempre contro Lehman, di 500 milioni di dollari forniti come *collateral* in alcuni contratti derivati.

⁵⁰⁵ Rileva GUCCIONE A.V., *Commentario*, cit., 828, nota 3 che il rimedio in questione è utilizzabile soltanto nel caso di apertura di una procedura di liquidazione, mentre nessun riferimento viene fatto alle procedure di risanamento.

Infatti, l'applicazione della clausola di *close-out netting* andrà valutata quanto ai singoli importi oggetto di compensazione⁵⁰⁶.

Altra differenza rispetto all'azione promossa dal *collateral provider* è costituita dal fatto che mentre la circostanza che le parti abbiano concordato le condizioni di realizzo secondo l'art. 8, co. 2, del Decreto è ostativa all'azione di contestazione delle modalità di escussione per violazione dello *standard* di ragionevolezza commerciale, nonostante l'accordo, gli organi della procedura concorsuale sono legittimati a proporre la domanda essendo la loro azione diretta alla tutela degli interessi della massa dei creditori come azione di ricostituzione del patrimonio concorsuale⁵⁰⁷; purché la determinazione dei valori oggetto di compensazione o escussione sia avvenuta entro l'anno precedente l'apertura della procedura di liquidazione. Il realizzo della garanzia a condizioni irragionevoli potrebbe infatti nascondere un atto in frode ai creditori concorrenti⁵⁰⁸. L'azione è pertanto assimilabile a quella revocatoria ed infatti si osserva che la domanda di rideterminazione sembra qui orientata all'ottenimento di una pronuncia di inefficacia relativa del patto in questione ovvero di inopponibilità dello stesso ai creditori⁵⁰⁹.

⁵⁰⁶ BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *op. cit.*, 1538-1539.

⁵⁰⁷ GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, 310; adesivamente MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 764, nota 52.

⁵⁰⁸ GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, 310.

⁵⁰⁹ SARDO G., *op. cit.*, 623, nota 43; parla di inefficacia pure MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 764.

4. LE TUTELE DEI TERZI CREDITORI DEL *COLLATERAL PROVIDER*: CONSIDERAZIONI PRELIMINARI.

Nell'analizzare la problematica delle tutele dei terzi creditori del *collateral provider* concorrenti con il *collateral taker*, la cui esigenza di "protezione", come più volte anticipato, è espressamente proclamata dal XVII *considerando* della Direttiva, prima di affrontare i singoli rimedi di cui gli stessi possono giovare e le problematiche legate alla loro legittimazione processuale, occorre ricordare l'opinione di attenta dottrina la quale ha chiarito che le stesse non possono prescindere da un adeguato sistema di pubblicità dei vincoli sulle attività finanziarie: è stato osservato, infatti, che "una soluzione idonea a contemperare gli interessi di tutte le categorie di creditori potrebbe consistere nel rafforzamento del sistema di pubblicità dei vincoli reali, sistema che la dottrina non mette mai in discussione anche quando riconosce i più ampi spazi alla forza creatrice dell'autonomia privata e che invece le nuove fattispecie di fonte legale tralasciano del tutto di disciplinare. Tale pubblicità tutelerebbe da eventuali abusi e metterebbe tutte le categorie di creditori in condizione di avere informazioni adeguate sulle reali condizioni patrimoniali del debitore. In assenza di presidi che consentano di monitorare l'effettiva capienza patrimoniale del debitore, infatti, i creditori non avvantaggiati dalla nuova disciplina delle garanzie finanziarie potrebbero essere disincentivati ad accordare crediti ed

essere indotti, viceversa, a richiedere pagamenti per contanti, con il risultato di accentuare la carenza di liquidità e la crisi dell'impresa"⁵¹⁰.

Il Decreto non disciplina l'ipotesi di concorso e conflitto del *collateral taker* con altri creditori.

Le tutele dei terzi creditori possono essere indirizzate sia sulle attività finanziarie che formano oggetto di pegno che sulle pretese restitutorie e risarcitorie che il *collateral provider* può vantare nei confronti del *collateral taker*.

4.1. LE TUTELE, SUCCESSIVE ALL'ESCUSSIONE DELLA GARANZIA, DEI TERZI CREDITORI SULLE PRETESE RISARCITORIE E RESTITUTORIE DEL COLLATERAL PROVIDER.

Nell'ipotesi in cui al *collateral provider* debba essere riconosciuta la tutela restitutoria – per il caso cioè di esatto adempimento degli obblighi di protezione e dell'osservanza dello *standard* di ragionevolezza commerciale nonché per l'eventuale sussistenza di un esubero – è evidente che il terzo creditore, per l'ipotesi in cui non sia già munito di titolo esecutivo, potrà esperire l'azione surrogatoria *ex art. 2900 c.c.* qualora il *collateral taker* non restituisca l'eccedenza o il *tantundem* ed il *collateral provider* rimanga inerte nel far valere le proprie pretese. In tal modo il terzo eserciterà in veste di legittimato straordinario, i diritti e le azioni che spettano al *collateral provider* contro il *collateral taker* ove il

⁵¹⁰ TROVATORE G., *op. cit.*, 300.

primo ne trascuri l'esercizio così pregiudicando la futura realizzazione del credito.

Al terzo creditore del *collateral provider* non pare potersi riconoscere azione diretta contro il *collateral taker*. L'obbligazione restitutoria del *collateral taker* nasce nei confronti del (solo) *collateral provider* e, pertanto, pare arduo individuare in capo al soggetto terzo creditore dello stesso una legittimazione *ordinaria* ad agire. In presenza dell'obbligazione restitutoria pecuniaria o di consegna di attività finanziarie incombente sul *collateral provider* i terzi creditori del *collateral provider* potranno compiere atti conservativi o esecutivi sull'eccedenza o sul *tantundem* attraverso le tutele del sequestro conservativo di cui all'art. 671 c.p.c. ovvero dell'espropriazione mobiliare presso il terzo debitore qualora siano già muniti di titolo esecutivo. Evidentemente le tutele conservative o esecutive potranno essere invocate dal terzo qualora non sia stata già adempiuta l'obbligazione in favore del *collateral provider* la quale va eseguita contestualmente all'adempimento dell'obbligo di rendiconto – che, a sua volta, deve seguire immediatamente all'escussione della garanzia - mediante l'accreditamento della somma o l'annotazione in conto per la restituzione degli strumenti.

Per il caso invece in cui il *collateral taker* nell'escutere la garanzia finanziaria abbia violato l'obbligo di protezione, è discusso, allo stato, se successivamente all'escussione della garanzia la legittimazione ad agire contro il *collateral taker* per far accertare la violazione dello *standard* di ragionevolezza commerciale spetti solo al debitore escusso oppure

anche a soggetti terzi creditori del garante⁵¹¹. Secondo un'opinione la legittimazione andrebbe affermata alla luce del XVII *considerando* della Direttiva che proclama l'esigenza di tutela del datore della garanzia e dei terzi⁵¹².

In effetti fermo restando che il terzo creditore del *collateral provider* può subire dei pregiudizi dall'escussione della garanzia finanziaria il problema è stabilire quale sia il rimedio da accordare a tale soggetto.

Qualora si aderisse all'opinione che sanziona con la nullità la violazione dello *standard* della ragionevolezza commerciale, è evidente che il terzo potrebbe agire a tale titolo *iure proprio* contro il *collateral taker* essendo legittimato in via ordinaria e con azione diretta chiunque vi abbia interesse secondo quanto previsto dall'art. 1421 c.c.

Qualora invece, come si è visto *supra*, si ritenga di non dover aderire a tale ricostruzione, al fine di individuare la tutela del terzo, è evidente che l'inadempimento del *collateral taker* all'obbligo di protezione dei beni del *collateral provider* solo indirettamente pregiudica il terzo che non abbia iscritto vincoli (pignoramento, sequestro conservativo o pegno) sulle attività finanziarie costituite in garanzia diminuendo la garanzia patrimoniale generica del secondo ed agevolando il suo inadempimento nei confronti del terzo. Al fine di inquadrare la tutela del terzo che non abbia iscritto vincoli sul *collateral*

⁵¹¹ GARDELLA A., *op. cit.*, 201, nota 427. Per l'affermazione dell'azione surrogatoria ai sensi dell'art. 2900 c.c. al fine di far valere l'irragionevolezza sempre nel breve termine previsto dall'art. 8 co. 2, v. GUCCIONE A.V., *I contratti*, *cit.*, 180.

⁵¹² CARRIERE P., *La nuova disciplina*, *cit.*, 44; *contra*, TROVATORE G., *op. cit.*, 298.

pare doversi muovere dal coordinamento dell'art. 1218 c.c. con l'art. 1176 c.c. in riferimento all'inadempimento del *collateral provider*: attraverso un'analisi storica si è giunti, infatti, all'affermazione che dall'art. 1176 c.c. si evince che “colpa è l'inadempimento del dovere (come concretamente configurato da caso a caso) di evitare l'impossibilità”⁵¹³. Sulla scia di tale constatazione si osserva che “sebbene riferita all'adempimento, tale norma è ritenuta anche una regola che completa il regime della responsabilità per inadempimento. L'art. 1218 non precisa il criterio di imputazione: solo integrandolo con l'art. 1176 si può leggerci, come regola generale, il criterio della *culpa-diligentia*”⁵¹⁴. Al riguardo pare che l'inadempimento del *collateral taker* all'obbligo di protezione di escutere la garanzia a condizioni ragionevoli sotto il profilo commerciale incida, rendendola impossibile, sull'obbligazione del *collateral provider* nei confronti degli altri creditori di attendere alla conservazione della possibilità di adempiere imposta dall'art. 1176 c.c. impedendo l'adempimento. La figura idonea a fondare la tutela del terzo pare quella della lesione aquiliana del credito. A tale costruzione sembra potersi pervenire anche considerando che sul piano comparatistico, negli ordinamenti di *common law* statunitense

⁵¹³ CANNATA C.A., *Dai giuristi ai codici, dai codici ai giuristi (le regole sulla responsabilità contrattuale da Pothier al codice civile italiano del 1942)*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1981, 1011. L'impostazione è condivisa da MENGONI L., *Responsabilità contrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1091 per il quale “l'art. 1176 c.c. (e già l'art. 1224 c.c. abr.) è una norma che generalizza l'obbligo accessorio (non autonomo) di custodia nei termini di un dovere di sforzo, commisurato alla *diligentia diligentis*, al fine di conservare le condizioni oggettive della possibilità di adempiere”; DI MAJO A., *Responsabilità contrattuale*, in *Dig. disc. priv., sez. civile*, XVII, Torino, 2002, 39.

⁵¹⁴ MENGONI L., *Responsabilità contrattuale, cit.*, 1090-1091.

viene considerata proprio la figura del *tort of interference* (v. ad es., *Granite Partners, L.P. v. Bear Stearns & Co.* e *Vornado PS, L.L.C. v. Primestone Investment Partners, L.P.*⁵¹⁵).

Se invece il terzo, prima dell'escussione della garanzia, abbia iscritto dei vincoli sul *collateral* pare potersi affermare che anche nei suoi confronti il *collateral taker* abbia un obbligo di protezione (e anche di informazione successiva all'escussione) con la conseguenza che la responsabilità sarà di tipo contrattuale pur in assenza di un rapporto tra gli stessi avente fonte in un contratto⁵¹⁶.

L'esigenza di protezione del *collateral provider* e dei terzi di fronte al rischio di possibili escussioni abusive della garanzia reale da parte del *collateral taker* pare imporre di considerare tale ultimo soggetto alla stregua del commissionario nella disciplina della vendita forzata e della persona autorizzata alla vendita prevista dall'art. 83 disp. att. c.c.: egli dovrà operare non solo nel proprio interesse ma anche nell'interesse (indiretto) dei creditori suoi concorrenti e dello stesso datore della

⁵¹⁵ *Citt.* Sulla lesione aquiliana del credito ci si limita a richiamare il classico saggio di BUSNELLI F.D., *La lesione del credito da parte dei terzi*, Milano, 1964 e in una prospettiva comparatistica, sul *tort* di <<*interference with contract and with business relations*>>, V. PONZANELLI G., *Il <<tort of interference>> nei rapporti contrattuali: le esperienze nordamericana e italiana a confronto*, in *Quadrimestre*, 1989, 69 ss.

⁵¹⁶ Si assume qui l'opinione secondo cui l'espressione "responsabilità contrattuale" costituisce una "sineddoche" nel senso che essa "indica il tutto con una parte". In particolare "si dice contrattuale la responsabilità per l'inadempimento di un'obbligazione preesistente quale che sia la fonte; è tale anche la responsabilità da fatto illecito, in quanto non siano stati risarciti i danni da questo prodotti"; ed ancora: "mentre la responsabilità extracontrattuale è un'obbligazione che si costituisce ex novo, la responsabilità contrattuale nasce all'interno di un rapporto obbligatorio già costituito, nel quale inserisce un obbligo di risarcimento del danno in luogo del, o accanto al, dovere primario di prestazione, rendendo attuale il vincolo del patrimonio del debitore a garanzia dell'adempimento (art. 2740 c.c.)" [MENGONI L., *Responsabilità contrattuale*, *cit.*, 1072].

garanzia (analogamente a quanto è richiesto ai creditori nella *cessio bonorum*); pur non rivestendo la posizione di ausiliario del giudice come avviene per gli artt. 532 e 533 c.p.c. e 83 disp. att. c.c. sulla scorta del principio di buona fede e correttezza integrativa – nella cui cornice si iscrive anche il criterio della ragionevolezza commerciale di cui all’art. 8 del Decreto e di proporzionalità sotteso alla clausola marciana - sarà tenuto all’osservanza di obblighi di protezione diretta nei confronti del *collateral provider* e dei terzi che abbiano iscritto vincoli sulle attività finanziarie. Tale pare essere l’esito inevitabile di fronte ad una sorta di “privatizzazione” dell’esecuzione forzata che in buona sostanza la nuova disciplina sembra perseguire.

Se il terzo creditore ottenga un sequestro conservativo ovvero, qualora già munito di titolo esecutivo, proceda a pignoramento⁵¹⁷ sembrano assumere rilevanza le disposizioni in tema di definitività degli ordini immessi nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli di cui al D.Lgs. 210 del 2001 e, segnatamente, l’art. 2. L’ordine di trasferimento in favore del *collateral provider* della somma o dei titoli disposto anteriormente alla notifica dell’atto introduttivo dell’azione surrogatoria ovvero del pignoramento o dell’ordinanza di sequestro conservativo impedirà ai terzi creditori di avanzare pretese sulle somme di cui il *collateral taker* abbia perso la disponibilità dovendosi ritenere

⁵¹⁷ Sul pignoramento di strumenti finanziari dematerializzati, v. CORSINI F., *L’espropriazione degli strumenti finanziari dematerializzati (problemi e prospettive)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 79 ss.; BRIOLINI F., *L’attuazione del pignoramento e dei sequestri di azioni nominative*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 2001, 206 ss.

l'obbligazione restitutoria nei confronti del *collateral provider* estinta ex art. 2917 c.c.⁵¹⁸

Secondo la dottrina tale disciplina, nonostante il dato testuale, “prescinde da una procedura di insolvenza ed è destinata ad operare non solo nei rapporti tra partecipanti ad un sistema di pagamenti e nei rapporti tra questi e i loro clienti, ma anche su un piano più generale nei confronti dei terzi, in linea, sotto tale aspetto, con quanto si è osservato a proposito della corrispondente norma della Direttiva 98/26 (art. 5) sul rilievo che <<la revoca di un ordine può provocare l'insorgere di un rischio sistemico, se avviene durante il processo che in un sistema di pagamenti conduce al regolamento definitivo>>”⁵¹⁹.

Pertanto, il pignoramento di cui agli artt. 543 e 546 c.p.c., cui va equiparato il sequestro conservativo, è inefficace qualora sia notificato al *collateral taker*, terzo pignorato, successivamente alla scritturazione del pagamento nei conti della sua banca, anche se per ipotesi tale notifica sia intervenuta nei pochi minuti antecedenti l'accredito effettivo sul conto del beneficiario: si è suggerita allora l'opportunità – in analogia con quanto previsto dall'art. 3, co. 3, D.lgs. n. 210 del 2001, per il

⁵¹⁸ SANTORO V., *L'efficacia solutoria dei pagamenti tramite intermediari*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 80-81 richiamando LA ROCCA G., *Effetti sostanziali del pignoramento dei crediti e sistema interbancario dei pagamenti (BI-REL)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, 1, 88 ss.; SANTORO V., *L'esenzione degli intermediari specializzati dalla revocatoria fallimentare dei pagamenti*, in *Il diritto dei sistemi di pagamento* (a cura di) V. Santoro, Milano, 2007, 96. Per gli strumenti finanziari, ricorda COSTI R., *op. cit.*, 283 che “in forza di quanto previsto dal D.lgs. 12 aprile 2001, n. 210 attuativo della direttiva 98/26/CE, le operazioni da regolare sono irrevocabili dal momento del <<time stamp di riscontro>>, ossia dal timbro elettronico apposto dai servizi di riscontro del Monte ed acquisiscono la definitività prevista che riporta “il giorno, l'ora, il minuto e il secondo dell'immissione dell'ordine di trasferimento nel sistema di liquidazione”.

⁵¹⁹ LA ROCCA G., *op. cit.*

deposito della sentenza di fallimento in cancelleria – che nelle relate di notifica del pignoramento dei crediti siano indicati anche l’ora ed il minuto della notifica stessa⁵²⁰. Nel caso di inopponibilità del pignoramento, dunque, il terzo dovrà far eseguire il sequestro delle somme o dei titoli “non più presso il *debitor debitoris* (e la sua banca), bensì presso la banca del medesimo debitore, sia pure con i maggiori costi di informazione e processuali a ciò connessi”⁵²¹.

4.2. LE TUTELE, ANTERIORI ALL’ESCUSSIONE DELLA GARANZIA, DEI TERZI CREDITORI SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE COSTITUITE IN PEGNO: IL CONFLITTO TRA *COLLATERAL TAKER* E TERZI CREDITORI MUNITI DI TITOLO ESECUTIVO O CHE HANNO OTTENUTO UN SEQUESTRO CONSERVATIVO.

Altra fattispecie da considerare è quella in cui, prima dell’esercizio dei poteri di autotutela, il *collateral taker*, creditore pignoratizio, si trovi a concorrere con altri creditori che, muniti di titolo esecutivo, abbiano proceduto a pignorare le attività finanziarie ovvero che abbiano ottenuto un sequestro conservativo presso terzi: nella disciplina di diritto comune la costituzione del pegno, infatti, non sottrae il bene al soddisfacimento degli altri creditori ma determina solo una preferenza per il pignoratizio, preferenza che sul piano esecutivo comporta la scelta di esso creditore pignoratizio tra la

⁵²⁰ LA ROCCA G., *op. cit.*

⁵²¹ LA ROCCA G., *op. cit.*

comune azione espropriativa (della quale deve necessariamente avvalersi se vuole aggredire altri beni del debitore, oltre a quello costituito in pegno: art. 2911 c.c.) e la vendita o l'assegnazione della cosa costituita in pegno con il procedimento speciale (art. 2796 c.c.)⁵²². Per la disciplina di diritto comune sia la dottrina civilistica che quella processualistica ritengono che l'art. 2797 - il quale consente l'esecuzione speciale nella forma senza incanti - concerne i soli rapporti tra il creditore pignoratizio ed il debitore datore di pegno, ma non riguarda altri creditori. Pertanto, si sostiene che, anche se il debitore e il creditore abbiano concordato di procedere senza incanti, gli altri creditori, ove muniti di titolo esecutivo, possono promuovere la vendita nelle forme comuni a seguito di pignoramento presso terzi ed il creditore non può opporre ad essi il suo diritto relativo a procedere mediante vendita diretta. Analogamente a dirsi per l'assegnazione prevista dall'art. 2798⁵²³. Si osserva infatti che "quando vi sono più creditori, le uniche norme che attuano il concorso sono quelle dell'espropriazione forzata, che garantiscono sia la *par condicio*, sia il rispetto delle legittime cause di prelazione"⁵²⁴: infatti, "iniziato il processo di espropriazione si devono garantire al creditore pignorante

⁵²² BALBI C., *op. cit.*, 625.

⁵²³ Nella dottrina civilistica, per l'art. 2797: RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, Torino, 1956, 266 ss., nota 74; GORLA G. - ZANELLI P., *op. cit.*, 138; contraria a tale interpretazione è CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, *cit.*, 329. In relazione all'art. 2798, nella dottrina processualistica, v. DE STEFANO G., *Assegnazione (dir. proc. civ.)*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, 277-278. Per entrambe le fattispecie v. BONGIORNO G., *L'autotutela esecutiva*, *cit.*, 129 ss.; VERDE G., *Il pignoramento*, Napoli, 1964, 318; CARNACINI T., *Contributo alla teoria del pignoramento*, Padova, 1936, 262; PUNZI C., *La tutela del terzo nel processo esecutivo*, Milano, 1971, 266; MONTESANO L., *Sulla funzione dell'esecuzione esattoriale*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958, 914 ss.

⁵²⁴ BALBI C., *op. cit.*, 627.

e a quello pignoratorio le stesse possibilità di soddisfarsi – salva la prelazione – sul bene prima dato in pegno e poi pignorato da altro creditore”⁵²⁵. Tale soluzione interpretativa pare in linea di principio compatibile anche con l’ipotesi in cui il pegno e l’esecuzione riguardino strumenti finanziari.

Tuttavia nel caso in cui risulti applicabile la disciplina speciale di cui ai contratti di garanzia finanziaria ci si chiede se i terzi creditori possano condizionare ed impedire al *collateral taker* un’autotutela che prescindendo da qualsivoglia forma di controllo *ex ante*.

Nulla sembrerebbe escludere, infatti, che, fuori dalle ipotesi di cui agli artt. 68, co. 2 e 70, co. 1, T.U.F.⁵²⁶, sul *collateral* costituito in garanzia pignoratoria il terzo creditore del *collateral provider* possa ottenere un sequestro conservativo o procedere al pignoramento⁵²⁷.

Il *collateral taker* può escutere la garanzia in via di autotutela anche nell’ipotesi “di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione” (come prevede l’art. 4 co. 1 del Decreto, in deroga all’art.

⁵²⁵ BALBI C., *op. cit.*, 629.

⁵²⁶ L’art. 68, co. 2, T.U.F., rubricato “Sistemi di garanzia” prevede che “sui fondi non sono ammesse azioni, sequestri o pignoramenti dei creditori del soggetto che li amministra né dei creditori dei singoli partecipanti o nell’interesse degli stessi” (su tale disposizione, v. STECCONI P., *Commento sub art. 68* in G. Alpa – F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 653 ss.; PLATEROTI F., *Commento sub art. 68*, in C. RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 468 ss.). L’art. 70 T.U.F. la cui rubrica (“Sistemi di garanzia dei contratti”), per effetto dell’adozione del Decreto non è più limitata alle sole operazioni su strumenti finanziari derivati, 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” (su tale disposizione, v. MATTEUCCI S., *Commento sub art. 70* in G. Alpa – F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 677 ss.; PLATEROTI F., *op. cit.*, 468 ss.; PERRONE A., *La riduzione del rischio*, *cit.*, 79 ss.).

⁵²⁷ Sui problemi legati al pignoramento degli strumenti finanziari, v. F. CORSINI, *op. cit.*, 79 ss.

53 L. fall.). Nella nozione di procedura di liquidazione definita all'art. 1 co. 1 lett. r) del Decreto (“*il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa, nonché ogni altra misura destinata alla liquidazione delle imprese e che comportano l'intervento delle autorità amministrative o giudiziarie*”) non pare rientrare la procedura esecutiva individuale facendo riferimento la previsione residuale alla liquidazione dell’“impresa” e non dei singoli beni. Si pone, dunque, il problema del concorso dei terzi creditori con il *collateral taker*: più in particolare occorre verificare in quale misura l'autotutela permetta al *collateral taker* beneficiario di una garanzia reale che i propri poteri prevalgano sulle tutele degli altri creditori, sia su quelli che, muniti di titolo esecutivo, abbiano diritto di pignorare il bene costituito in garanzia dal comune debitore sia su quelli che, non muniti di titolo, con la riforma delle esecuzioni non avrebbero nemmeno il diritto di intervenire nella procedura. In sostanza, come già osservato in passato per la disciplina di diritto comune, va valutato se il vantaggio offerto al *collateral taker* non venga concretamente vanificato dalla presenza di altri creditori.

Senonché, sembra che anche nelle ipotesi in cui il terzo creditore del *collateral provider* abbia ottenuto un sequestro conservativo sulle attività finanziarie oggetto di pegno ovvero abbia avviato una procedura esecutiva individuale sulle stesse mediante pignoramento, al *collateral taker* debbano essere riconosciuti i poteri di autotutela esecutiva previsti dall'art. 8.

Analogamente a quanto osservato in relazione al D.Lgs. n. 210 del 2001 sono ancora una volta i principi informativi della normativa

sui contratti di garanzia finanziaria ad escludere che il *collateral provider* e i terzi possano condizionare *ex ante* l'esercizio dei poteri di autotutela ad opera del *collateral taker*. Tutte le tutele in favore di tali soggetti, stando all'art. 4, paragrafo 4 della Direttiva, debbono configurarsi sempre come tutele *ex post* di tipo obbligatorio e non reale ispirate ai criteri di proporzionalità e ragionevolezza commerciale.

Pertanto, l'unico effetto che il pignoramento o il sequestro conservativo, a seguito della sua conversione in pignoramento⁵²⁸, possono determinare è l'attribuzione del diritto di prelazione sul residuo. Gli eventuali pignoramento o sequestro conservativo iscritti sulle attività finanziarie successivamente alla costituzione della garanzia non saranno ostativi all'esercizio dei poteri di autotutela del *collateral taker* sia perché, essendo di rango posteriore, questi risulta essere privilegiato; sia per l'esigenza di liquidità dei mercati sottesa alla disciplina; sia infine per la volatilità che possono avere le attività finanziarie *sub specie* di strumenti finanziari. Viene ricordato infatti che “the ability to respond effectively to default is crucial to the collateral taker. Speed of enforcement is particularly important in the falling markets that may both lead to default, and cause collateral values rapidly to diminish”⁵²⁹. Peraltro, in relazione a tale ultimo profilo, la soluzione risponde allo stesso interesse del terzo senza considerare che

⁵²⁸ Per riferimenti di dottrina e giurisprudenza alla questione della retroattività o meno degli effetti della conversione come pure alla questione dell'automaticità o meno della conversione stessa in relazione all'adempimento delle formalità previste dall'art. 156 disp. att. c.p.c., v. GIACOMELLI, *sub art.* 686 c.p.c., in *Codice di procedura civile commentato*, a cura di Consolo e Luiso, Milano, 2007, 5062 ss.

⁵²⁹ BENJAMIN J.-MAHER F., *op. cit.*, 69.

assoggettando la liquidazione del *collateral* alla procedura esecutiva giudiziaria andrebbe pur sempre nominato per la vendita un commissionario alla luce della particolare tipologia dei beni che possono essere costituiti in garanzia.

Tali ultime considerazioni consentono pure di escludere che i terzi creditori che abbiano iscritto vincoli sulle attività finanziarie possano indirizzare e condizionare le scelte del *collateral taker* nell'escussione della garanzia finanziaria. Si è già visto nel corso del III capitolo come il sistema di escussione della garanzia finanziaria sia incompatibile con qualsiasi previsione di comunicazione preventiva della volontà di procedere all'esercizio dei poteri di autotutela.

Indicazioni in tale senso sembrano emergere dalla più recente giurisprudenza di *common law* anche se inerente a casi in cui il *collateral taker* svolgeva le funzioni di *security trustee* in operazioni di cartolarizzazione. Ci si riferisce in particolare al già citato caso *Bank of New York v. Montana Board of Investments*⁵³⁰ ove è stato escluso che il titolare di *Asset-Backed Securities* (ABS) – *senior tranche* avesse il diritto di condizionare le scelte del *security trustee* in ordine all'esercizio dei poteri di disposizione degli *asset* della SIV [consistenti in *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS)] costituiti in garanzia a beneficio di tutti gli intestatari di titoli - in relazione al tempo, alle modalità ed al luogo della vendita del *collateral* conseguente al *default* della società veicolo dipeso dal declassamento del suo *rating*. La Corte riconosce al *trustee* assoluta

⁵³⁰ *Cit.*

libertà di azione in ordine alla conduzione della fase di liquidazione del *collateral*, dando rilievo al fatto che la lettera del contratto gli attribuiva l'esclusivo diritto di esercitare il controllo sulla garanzia.

Altro recente caso simile è costituito da *LaSalle Bank Nat'l Ass'n v. UBS and Merrill Lynch International* pure intrapreso da un *security trustee*⁵³¹.

⁵³¹ 08 CIV 3692 (S.D.N.Y., 7 aprile 2008). Nel caso in discorso alcune questioni ruotavano intorno alle interpretazioni configgenti della clausola contrattuale sulla priorità dei pagamenti nonché sulle previsioni di subordinazione contenute nel contratto e negli altri documenti, per le quali il *trustee* aveva ricevuto direttive o richieste incompatibili su come dovessero essere destinati i proventi della vendita. In alcuni di questi casi, gli intestatari di titoli *senior* pretendevano che i proventi dovessero essere pagati loro per intero prima di ogni altra distribuzione agli intestatari di titoli subordinati; laddove questi ultimi pretendevano di continuare a ricevere alcuni pagamenti prima che gli intestatari di titoli preordinati venissero soddisfatti per intero.

BIBLIOGRAFIA

- A.B.I., *Bozza di Circolare sui contratti di garanzia finanziaria*, 26 novembre 2007
- A.B.I., *Provvedimenti legislativi speciali. Decreto Legislativo 21 maggio 2004, n. 170 recante "Attuazione della Direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria" – Circolare - Serie Legale n. 17 del 25 agosto 2004*
- ALPA G.-ANDENAS M., *Fondamenti del diritto privato europeo*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica - P. Zatti, Milano, 2005
- AMADIO G., *La condizione di inadempimento (contributo alla teoria del negozio condizionato)*, Padova, 1996
- AMATO G., *Titoli tossici, preferisco il sidecar di Gorge Soros*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 febbraio 2009, 2
- ANDREOTTI M.A., *Rassegna ragionata dei principali quotidiani internazionali sull'attuale crisi finanziaria*, dicembre 2008, in www.archivioceradi.it
- ANDRIOLI V., *Commento al codice di procedura civile*, III, Napoli, 1957, 106
- ANELLI F., *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996
- ANGELICI C., *Garanzie reali II) Diritto internazionale privato e processuale*, in *Enc. giur. Treccani*, XV, Roma 1989, 1 ss.
- ANNUNZIATA F., *I fondi speculativi*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 677 ss.
- ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, 177 ss.
- ANOLLI M. – FILIPPA L., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione delle borse*, Torino, 2008
- ASCARELLI T., *Sulla derogabilità delle forme di cui all'art. 363 cod. comm.*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1927, I, 40
- ASQUINI A., *Sulla derogabilità delle forme previste dall'art. 363 cod. comm.*, nota a Cass., 12 settembre 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II

ATELLI M., *Escussione della garanzia finanziaria e attivazione della clausola di <<close-out netting>> fra inadempimento ed <<eventi analoghi>> nel d.lg n. 170 del 2004*, in *Le riviste ipertestuali, Resp. Civ.*, 2004, 3, 2004

BAGGIO F.-REBECCA G., *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e quote*, Milano, 2005

BALBI C., *Autotutela del creditore pignoratizio e concorso dei creditori*, in *Studi in onore di Crisanto Mandrioli*, II, Milano, 1995, 619 ss.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere del 13 giugno 2001*, in *GUCE C-196 del 12 luglio 2001*

BANCA D'ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009 sulle Condizioni di Garanzia dei Contratti conclusi nel comparto anonimo garantito in euro del mercato e-MID*, in www.bancaditalia.it

BANFI A.-FUSETTI R., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Torino, 2008

BARBA A., *Ritenzione (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XL, Milano, 1989, 1373 ss.

BARIATTI S., *Le garanzie finanziarie nell'insolvenza transnazionale: l'attuazione della direttiva 2002/47/CE*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, 841 ss.

BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti di garanzia*, a cura di F. Mastropaolo, Torino, 2006, t. 2, 1516

BATESON J., *The nature of the Waiver of Tort*, in *The Use and Abuse of Unjust Enrichment, Essays on the Law of Restitution*, Oxford, 1991

BATISTONI FERRARA F., *Cessione del credito <<a garanzia>> e fallimento del cedente*, in *Foro it.*, 1961, I, c. 1451

BAVETTA G., *La cessione del credito a scopo di garanzia*, in *Dir. fall.*, 1995, I, 594

BENEDETTI L., *Il pegno nel d. Euro e in quello sulle garanzie finanziarie (spossessamento, rotatività)*, in <http://www3.unicatt.it/unicattolica/Dottorati/DirittoCommerciale/Allegati/Benedetti27gennaio2006.pdf>

BENJAMIN J., *Interest in Securities; A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford, 2000

BENJAMIN J., *Recharacterisation Risk and Conflict of Laws*, in *Butterworths Journ. Int'l Banking & Fin. Law*, 1997, 12(11) 514-515

BENJAMIN J.-MAHER F., *Financial Collateral Arrangements: lesson from Cukurova*, in *Insolv. Int.*, 2008, 21 (5), 67 ss.

BERGER A., *Hyperocha, Hypotheca*, in *Encyclopedic Dictionary of roman law*, Philadelphia, 1953, 490 ss.

BERNARDI R., *L'escussione della garanzia*, in *Convegno ITA "Le garanzie finanziarie dopo il recepimento della Direttiva 2002/47/CE (D.Lgs. n. 170/2004)"*, Milano, 17 e 18 marzo 2005, 99 ss.

BESSONE M., *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969

BETEL J.E.-FERREL A.-HU G., *Law and economics issues in subprime litigation*, Harvard – John M. Olin Center for Law, Economics and Business, *Discussion paper No. 612*, 03/2008, 27 ss., in http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Ferrell_et_al_612.pdf

BETTI E., *Autotutela (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 530 ss.

BETTI E., *Su gli oneri e i limiti dell'autonomia privata in tema di garanzia e modificazione di obbligazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 699

BIANCA C.M., *Autotutela*, in *Enc. dir.*, Agg. IV, Milano, 2000, 130 ss.

BIANCA C.M., *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 2000

BIANCA C.M., *Il divieto del patto commissorio*, Milano, 1957

BINI M.-GUATRI L., *La ricerca del <<valore recuperabile>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 27.

BLACK'S LAW DICTIONARY, voce "Title", 2004

BOCCIARELLI R., <<Con i bond leva da 170 miliardi>>, in *Il Sole 24 Ore*, 6 marzo 2009, 7

BOCCIARELLI R., <<Finanziate le imprese>>, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 3

BOCCIARELLI R., articolo apparso su *Il Sole 24 Ore* del 17 settembre 2008, 2

- BOCCIARELLI R., *Bankitalia <<sentinella>> per le Pmi*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 4
- BOCCIARELLI R., *Bankitalia, parte il nuovo interbancario*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 gennaio 2009, 30
- BOCCIARELLI R., *Draghi: le banche danno più credito alle imprese*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio 2009, 33
- BOCCIARELLI R., *Grande impegno dei prefetti e Bankitalia: pronti a collaborare*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, 2
- BOCCIARELLI R., *La conferma: la stretta sul credito è in atto*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 gennaio 2009, 3
- BOCCIARELLI R., *Scudo o bad bank? Si cerca l'antidoto per i titoli tossici*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 2
- BOCCIARELLI R., *Tremonti prepara la strategia anti-emergenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 14
- BOCCIARELLI R.-MERLI A., *Draghi: rimettere in moto il credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 3
- BOCCIARELLI R., *L'ombrello di Bankitalia copre fino a 40 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 ottobre 2008, 7
- BOCCUZZI G., *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006
- BOLAFFI R., *Le eccezioni nel diritto sostanziale*, Milano, 1936
- BOLCHINI F., *La vendita per autorità del creditore nel diritto commerciale italiano*, in *Riv. dir. comm.*, 1908, I, 455 ss.
- BONELL J., *Le regole oggettive del commercio internazionale: clausole tipiche e condizioni generali*, Milano, 1976
- BONFANTI F., *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria prevista dal D. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Studium iuris*, 5 e 7, 2007, 509 ss. e 669 ss.
- BONFATTI S., *Definitività delle operazioni compiute nell'ambito dei sistemi di pagamento e procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2001, 857 ss.

- BONFATTI S., *Il contratto di pronti contro termine*, in *La banca e i nuovi contratti (nel quadro della 2^ Direttiva Cee)*, a cura di De Nova, Milano, 1993, 59 ss.
- BONGIORNO G., *L'autotutela esecutiva*, Milano, 1984
- BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale del creditore pignoratizio*, in *Riv. dir. proc.*, 1990, 1037 ss.
- BONGIORNO G., *Profili sistematici e prospettive dell'esecuzione forzata in autotutela*, in S. Mazzamuto (a cura di), *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, Napoli, 1989, 741 ss.
- BONIFAZI A. – TROISE G., *Il nuovo ruolo delle garanzie nel processo di affidamento bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 2, 2008, 54 ss.
- BRECCIA U., *L'obbligazione*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica - P. Zatti, Milano, 1991, 11
- BREGLIA M., *La vendita di titoli per autorità del creditore pignoratizio, con esonero delle formalità legali* nota a Cass., 20 maggio 1938, n. 1756, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1939, II, 4 ss.
- BRESCIA MORRA C., *Aspetti giuridici delle operazioni <<pronti contro termine>>*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1990, I, 779 ss.
- BRIOLINI F., *I vincoli sui titoli di credito*, Torino, 2002
- BRIOLINI F., *L'attuazione del pignoramento e dei sequestri di azioni nominative*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, I, 206 ss.
- BRIOLINI F., *La riforma del diritto delle garanzie in Francia*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, II, 226 ss.
- BREVIO E.-GALVAGNI L., *Più vicina la clearing house per i cds*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 febbraio 2009, 29
- BROWN C., *How to Spot the difference between Repos and Stock Loans*, in *Int'l Financial Law Review*, 1996, 15 (6), 51-52
- BRUSCUGLIA L., *Pendenza della condizione e comportamento secondo buona fede*, Milano, 1975
- BUCOLO F., *Il processo esecutivo ordinario*, Padova, 1994
- BUFACCHI I., *Accordo in arrivo, cambia il ruolo delle Prefetture*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, 2

- BUFACCHI I., *Bond bancari i veri concorrenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 gennaio 2009, 7
- BUFACCHI I., *Bond bancari, allo Stato garanzie privilegiate*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 gennaio 2009, 19
- BUFACCHI I., *Bond garantiti, ora i chiarimenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 gennaio 2008, 25
- BUFACCHI I., *Bond strutturati: non tutti sono tossici*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 febbraio 2009, 6
- BUFACCHI I., *Cartolarizzazioni nel mirino, ma da record*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 3
- BUFACCHI I., *Italia, via lo swap con il Tesoro e bond garantiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 marzo 2009, 2
- BUFACCHI I., *L'escalation dei titoli <<tossici>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 5
- BUFACCHI I., *Ora scommessa sul credito all'impresa*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 2
- BUFACCHI I., *Tremonti bond, protocollo soft sull'aumento dei prestiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 2
- BUFACCHI I., *UniCredit cartolarizza mutui per 23 miliardi*, apparso su *Il Sole 24 Ore* del 14 novembre 2008, 41
- BUFACCHI I.-COLOMBO D., *Doppio swap salva-banche*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 ottobre 2008, 7
- BUONOCORE V., *Contrattazione di impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000
- BUONOCORE V., *Problemi di diritto commerciale europeo*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 5 ss.
- BURDESE A., *Pegno (dir. rom.)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 671
- BUSNELLI F.D., in *Commentario del codice civile*, VI, t. 4, Torino, 1964, *sub art.* 2907
- BUSNELLI F.D., *La lesione del credito da parte dei terzi*, Milano, 1964
- BUSSANI M., *Il modello italiano delle garanzie reali*, in *Contr. impr.*, 1, 1997, 163 ss.
- BUSSANI M., *Il problema del patto commissorio*, Torino, 2000

CAHILL T.-BURTON K., *Hedge Funds Reel From Margin Calls Even on Treasuries*, Bloomberg, 10 marzo 2008

CALLEGARI M., *Il pegno su titoli dematerializzati*, Milano, 2004

CANDIAN ALB., *Appunti dubbiosi sulla <<ratio>> del divieto di patto commissorio*, in *Foro it.*, 1999, I, 175 ss.

CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie dopo il d.lg. 170/2004*, in *Temì e problemi della civilistica contemporanea. Venticinque anni della Rassegna di diritto civile*, a cura di P. Perlingieri, Napoli, 2005, 29 ss.

CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano, 2001

CANNATA C.A., *Dai giuristi ai codici, dai codici ai giuristi (le regole sulla responsabilità contrattuale da Pothier al codice civile italiano del 1942)*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1981, 1011

CANTINI L., *Legislazione toscana*, XI, Firenze, 1804

CAPPONI B., *Par condicio e intervento dei creditori*, in *Riv. exec. forz.*, 2, 2005, 249 ss.

CAPRIGLIONE F., *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 51

CAPRIGLIONE F., *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I, 359

CAPRIGLIONE F., in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. 1, Padova, 2005, 36 ss.

CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007

CARDARELLI M.C., *L'azione dematerializzata*, Milano, 2001

CARIDI V., *Danno da informazione finanziaria e responsabilità civile (a margine di un caso francese)* (nota a Cour d'Appel de Paris, 30 juin 2006 e Tribunal de commerce de Paris, 12 janvier 2004), in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2008, 3, 473 ss.

CARNACINI T., *Contributo alla teoria del pignoramento*, Padova, 1936

- CARNEVALI U., *Patto commissorio*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 505
- CARRIERE P., *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, 23, 37 ss.
- CARRIERE P., *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 2, 184 ss.
- CASTRONOVO C., *Commentario al codice civile*, a cura di P. Cendon, Torino, 1991, *sub art.* 1176
- CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 397 ss.
- CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. Responsabilità civile e impresa bancaria*, in *Jus*, 1981, 158 ss.;
- CASTRONOVO C., *I principi di diritto europeo dei contratti e il codice civile europeo*, in G. Alpa – E.N. Buccico (a cura di), *Il codice civile europeo*, 2001, 217
- CASTRONOVO C., in C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, I, *Fonti Persone Famiglia*, Milano, 2007, 171 ss.
- CASTRONOVO C., *L'idea*, in C. Castronovo-S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 12.
- CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997 e 2006
- CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur.* Treccani, XXI, Roma, 1990, 1 ss.
- CASTRONOVO C., *Un contratto per l'Europa*, prefazione a Commissione per il diritto europeo dei contratti – Pres. Ole Lando, *Principi di diritto europeo dei contratti*, Parte I e II, vers. it. a cura di C. Castronovo, Milano, 2001, XLII
- CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto*, *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, t. 1, Milano, 1995, 219
- CERRETELLI A., *E Bruxelles cerca una via comune sulla <<bad bank>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2009, 3
- CERVONE E., *L'evoluzione delle regole e della vigilanza nel contesto internazionale*, Intervento al Convegno di Desenzano sul Garda del 23 ottobre 2004, rinvenibile sul sito www.consob.it

CESARINI F.-GENTILI M.M., “*Interbancario, <<neutralizzare>> i depositi BCE*”, in *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 2008, 43

CHRISTOPHOROU P.L., *Foreclosure on Collateral under the UCC: Background and Current Issues*, negli Atti del Convegno organizzato a New York nei giorni 8-11 agosto 2008 dal UNIFORM COMMERCIAL CODE COMMITTEE OF THE BUSINESS LAW SECTION OF THE AMERICAN BAR ASSOCIATION, 22

CICCARIELLO S., *Pegno (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 688

CICCARIELLO S., *Privilegio del credito e uguaglianza dei creditori*, Milano, 1983

CINCOTTI C., *Prestito di titoli*, in *Il diritto, Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore*, Milano, 2007, 400 ss.

CIPRIANI N., *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000

CIRCOLARE A.B.I. SERIE LEGALE N. 17 DEL 25 AGOSTO 2004, 7 ss.

COLESANTI V., *Mito e realtà nella <<par condicio>>*, in Atti del III Congresso di Studi sulle procedure concorsuali, Sanremo, 1983, in *Fall.*, 1984, 1 ss.

COLTRO CAMPI C., *Appunti sulla posizione dell'agente di cambio rispetto ai titoli o al denaro ricevuto in connessione alla sua attività di intermediario di borsa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1964, 413 ss.

COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa al New York Stock Exchange*, Padova, 1958

COLTRO CAMPI C., in C. E. Balossini - C. Coltro Campi, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*, Milano, 1980

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, CESR/05-291b, aprile, in http://www.cesr-eu.org/index.php?page=contenu_groups&id=7&docmore=1

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), *Statement (Draft). Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets, Consultation paper*, July 2008, Ref. CESR/08-437, in www.cesr-eu.com].

CONSOB, Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104

- CONSOLO C., *“Imprescrittibilità” della c.d. eccezione di annullabilità e parte convenuta per l'esecuzione: spunti sistematici*, in *Corr. giur.*, 2000, 1, 96
- CONSOLO C., *Spiegazioni di diritto processuale civile, I, Le tutele: di merito, sommarie ed esecutive*, Padova, 2008
- CORAPI D., *L'equilibrio delle posizioni contrattuali nei Principi UNIDROIT*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 23 ss.
- CORRIGAN D.-GEORGIU C.-GOLLO J., *REPO the Ultimate Guide*, London, 1999
- CORSINI F., *L'espropriazione degli strumenti finanziari dematerializzati (problemi e prospettive)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 79 ss.
- COSTI R., *Attività creditizia e procedure concorsuali. Un profilo del processo di socializzazione del rischio di impresa*, in *Pol. dir.*, 1975, 530;
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008
- CRISCUOLI G., *Buona fede e ragionevolezza*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, I, 709 ss.
- CROCE G.R., *La cessione del credito a scopo di garanzia*, in AA.VV., *Le garanzie reali e personali nei contratti bancari*, Milano, 1976, 99 ss.;
- CROCQ P., Cass., 9 aprile 1996, n. 93-17.370, in *Bull. Civ.*, IV, 116, *RTD civ.* 1996, 669
- D'AVANZO W., *Ritenzione (diritto di)*, in *Noviss. Dig. It.*, XVI, Torino, 1969, 170
- DACREMA P., *La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milano, 2008
- DE ANGELIS L., *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2008
- DE BIASI P., *I contratti standard e il limite dell'ordine pubblico*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 670-671
- DE BIASI P., *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 646, nota 6.
- DE CICCIO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, in *Quaderni della Rivista di Diritto dell'Impresa*, Napoli, 2007.
- DE FRANCHIS F., *Dizionario giuridico*, 1, Milano, 1984, voce “Ownership”, 1090

- DE LY F., *Lex mercatoria (new law merchant): Globalization and international self-regulation*, in *Dir. com. int.*, 2000, 555 ss.;
- DE MARI M. – SPADA L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 145
- DE MARTINI A., *Deposito (diritto civile)*, in *Noviss. Dig. It.*, V, 1960, 507
- DE STEFANO G., *Assegnazione (dir. proc. civ.)*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, 268 ss.
- DE TOMASI F., *Sistema dei pagamenti e credito di ultima istanza*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 375 ss.
- DEBENEDETTI F., *La tossicità invisibile*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 1 e 4
- DENOZZA F., *Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti “regolatrici”*, in *Mercato, conc., reg.*, 2000, 475
- DEZZA E., *Ritenzione (dir. interm.)*, in *Enc. dir.*, XI, Milano, 1989, 1372
- DI MAJO A., *Danno e mancato profitto nell'arricchimento senza causa*, in *Corr. giur.*, 1, 2009, 70
- DI MAJO A., *Il linguaggio dei rimedi*, in *Europa dir. priv.*, 2005, 341
- DI MAJO A., *L'osservanza della buona fede nei Principi Unidroit sui contratti commerciali internazionali*, in J. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, Milano, 1997, 157
- DI MAJO A., *Le obbligazioni*, in (a cura di) C. Castronovo e S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, II, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, Milano, 2007, 150
- DI MAJO A., *Responsabilità contrattuale*, in *Dig. disc. priv., sez. civile*, XVII, Torino, 2002, 39
- DI PAOLO M., *Patto commissorio*, in *Digesto (disc. priv.)*, Torino, 1995, 309 ss.
- DI SABATO F., *L'insolvenza come causa di risoluzione del contratto*, in *Riv. dir. impr.*, 1996, 499
- DOLMETTA A.A., *Le garanzie sulle attività finanziarie: i punti cardinali del D.Lgs. 170/2004*, in *Convegno Synergia Formazione*, Milano, 17-18 marzo 2005
- DOLMETTA A.A., *Pacchetti legislativi per il salvataggio delle banche*, in *Società*, 2009, 3, 333 ss.

DOLMETTA A.A.-PORTALE G.B., *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, 76 ss.

DUFFIE D.- GARLEANU N., *Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations*, in *Fin. Analyst Journ.*, 2001, Jan.-Feb., 57

EUROPEAN PARLIAMENTARY FINANCIAL SERVICE FORUM (2004), *ISD. A Key to Market Integration?*, febbraio, in http://www.epfsf.org/meetings/2004/briefings/briefing_24feb2004_more.htm

FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 1, 2008, 164 ss.

FACILE E.-MEDIOLI G., *Gestire i rischi: nuovi scenari dopo la crisi finanziaria*, in *Amm e fin.*, 1, 2009, 51

FAGGELLA G., *Il pegno commerciale*, *Commentario al codice di commercio*, Milano, 1927, 92

FAGGELLA G., *Pegno*, in *Comm. cod. comm.*, Milano, 1924, 126

FALCONE G., *Credito su pegno*, in *Dig., disc. priv., sez. commerciale*, *Agg.*, 2, Torino, 2007, 308 ss.

FAUCEGLIA G., *Pronti contro termine*, in *Enc. Dir.*, *Agg.* V, Milano, 2001, 864 ss.

FAUCEGLIA G., *Gli effetti delle procedure concorsuali di liquidazione sulle garanzie finanziarie*, in *Convegno ITA "Le garanzie finanziarie dopo il recepimento della Direttiva 2002/47/CE (D.Lgs. n. 170/2004)"*, Milano, 17 e 18 marzo 2005, 107 ss.

FAUSTINI E., *Decreto legge "anticrisi" 185/2008*, gennaio 2009, in www.archivioceradi.it

FAUSTINI E., *L'eliminazione dell'obbligo di concentrazione nella Direttiva Mifid*, novembre 2008, in www.archivioceradi.it

FEDERICI G., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 221 ss.

FERRARA F. jr., *Il fallimento*, Milano, 1974

FERRARINI G.-GIUDICI P., *Le garanzie su strumenti finanziari nel diritto comunitario: orientamenti e prospettive*, in *Fall.*, 2002, 9, 999 s.

FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966

FERRI G.B., *Il ruolo dell'autonomia delle parti e la rilevanza degli usi nei Principi dell'Unidroit*, in J. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e Principi Unidroit*, Milano, 1997, 133;

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, STANDARD SETTER, *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS)*, 157

FINANCIAL MARKET LAW COMMITTEE, *Issue 132 Alfa Telecom Turkey Ltd. V. Cukurova Finance International Ltd. And Cukurova Holdings AS, Legal assessment of an issue raised in the above case, namely the extend to which the Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003 are ultra vires the European Communities Act 1972*, July 2008, in <http://www.fmlc.org/papers/Issue132Cukurova.pdf>

FIORENTINI F., *Garanzie reali atipiche*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, 2, 253 ss.

FIORENTINI F., *La riforma francese delle garanzie nella prospettiva comparatistica*, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1155 ss.

FIORINI A., *Broker cauti sulle <<nuove borse>>*, in *Borsa&Finanza*, 21 marzo 2009, 20

FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008

FOSCHINI M., *In tema di pegno di titoli di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, I, 161 ss.

FOSCHINI M., *La compensazione nel fallimento*, Napoli, 1965

FOSCHINI M., *L'autotutela del creditore nelle normative sulle procedure concorsuali*, in *Crisi d'impresa e procedure concorsuali in Italia e in Europa. Prospettive di riforma*, Atti del Convegno, Cosenza 21-22 settembre 2001, a cura di G. Ragusa Maggiore e G. Tortorici, Padova, 2002

FRAGALI M., *Del mutuo*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Libro quarto, *Delle obbligazioni*, Bologna-Roma, 1969, 255 ss.

FRAGALI M., *Garanzia (dir. priv.)*, in *Enc dir.*, XVIII, Milano, 1969, 457 ss.

FRANCHI M., *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 56, 2003, 4

FRISONE M., *Paletti Consob agli swap capestro*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 20;

- GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, in *Digesto, Sez. civ.*, Agg. III, vol. I, Torino, 2007, 300 ss.
- GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 3, 507 ss. (lo scritto è apparso pure in www.judicium.it)
- GABRIELLI E., *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino, 2006
- GABRIELLI E., *I diritti reali*, 5, *Il pegno*, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, Torino, 2005
- GABRIELLI E., *Il pegno "anomalo"*, Padova, 1990
- GABRIELLI E., *Sulle garanzie rotative*, Napoli, 1998
- GAGGI M., *General Electric e il rischio Lehman*, in *Corriere della Sera – Corriere economia*, 16 marzo 2009, 12
- GAGGI M., *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*, Roma-Bari, 2009
- GAIASCHI C., *Cesarini: <<Grazie al Mic il mercato interbancario tornerà alla normalità>>*, in *Finanza & mercati*, 20 gennaio 2009, www.finanzaemercati.it
- GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005
- GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001;
- GALIMBERTI A., *L'operatore <<qualificato>> si assume il rischio swap*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 28;
- GALIMBERTI A., *Nei contenziosi sui derivati entra il perito*, in *Il Sole 24 Ore* del 3 febbraio 2009, 26;
- GALIMBERTI F. - PAOLAZZI L., *Misure ok, fiducia ancora molto fragile*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 febbraio 2009, 6;
- GALIMBERTI F., *I buoni propositi della bad bank*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2009, 17
- GALIMBERTI F., *I dieci perché dello scossone*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 settembre 2008, 3
- GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Bologna, 2006
- GALLO P., *Arricchimento senza causa e quasi contratti. I rimedi restitutori*, in *Trattato di diritto civile* diretto da R. Sacco, 2008

- GARDELLA A., *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano, 2007
- GATTI S., *Il credito su pegno*, Milano, 1997
- GATTI S., *Pegno irregolare e fallimento del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, 112
- GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2000
- GEOFFREY Y., *Validity of the Financial Collateral Regulations*, in *Law and Financial Markets Review*, 2, 6, november 2008, 493 ss.
- GIACOMELLI, *sub art. 686 c.p.c.*, in *Codice di procedura civile commentato*, a cura di Consolo e Luiso, Milano, 2007, 5062 ss.
- GILMORE G., *Security Interest in personal property*, I, Boston, 1965
- GIRINO E., *Garanzie sui finanziamenti: le insidie del patto commissorio*, in *Amm. e fin.*, 1991, 15, 819 ss.
- GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie: semplificazione ed efficienza*, in *Amm. e fin.*, 2005, 3, 39 ss.
- GNES P., *Regole contabili, la credibilità al test della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 novembre 2008, 27
- GOBBO G., *Internalizzazione sistematica: problemi e risposte nella disciplina MiFID*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 1, 141 ss.
- GOODE R., *Commercial Law in the Next Millennium*, London, 1998
- GOODE R., *Legal Problems of Credit and Security*, London, 2003
- GORLA G. – ZANELLI P., *Del pegno. Delle ipoteche*, Art. 2784-2899, in *Commentario al codice civile* A. Scialoja – G. Branca, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1992, 109
- GORLA G., *Del pegno, delle ipoteche*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, *Libro sesto. Tutela dei diritti*, Bologna-Roma, 1968, 85, *sub art.* 2792.
- GRAZIANI A., *Se la borsa valuta Carige come Citi*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 5
- GRAZIANI A.-LONGO M., *Unicredit, il crollo non si ferma*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2009, 3

GREAT BRITAIN LAW COMMISSION CONSULTATION PAPER NO. 176, *Company Security Interests. A consultative report*, 2004, in http://www.lawcom.gov.uk/docs/cp176_final_version.pdf, 64

GRISI G., *Il deposito in funzione di garanzia*, Milano, 1999, 456;

GROSSI A., *La direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Eur. dir. priv.*, 2004, 1, 249 ss.

GROSSI P., *L'Europa del diritto*, Roma-Bari, 2007

GUCCIONE A.V., *Commentario al D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2008, 4, 799 ss.

GUCCIONE A.V., *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008

GUCCIONE A.V., *Struttura e regolamentazione dei servizi di compensazione e di controparte centrale nelle borse di commodities*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 210

GUIDONI F., *Dai Cds un assist a Eni e Finmeccanica*, in *Borsa&Finanza*, 24 gennaio 2009, 15;

HAWKINS H.R.-HALSTEAD E.M., *Bank of New York v Montana Board of Investments: limitation on the power of senior note holders to direct foreclosure and liquidation of a structured investment vehicle*, in *Butterworths Journ. Int'l Banking & Fin. Law*, 2008, october, 497.

HENRY R.A., *Derivative Securities In the Credit Crisis*, in *New York Law Journal-Securities Litigation & Regulation*, 7 luglio 2008.

IASB EXPORT ADVISORY PANEL, *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active* emanato nel mese di ottobre 2008 in www.iasb.org;

IASB, *Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active. An IASB Staff Summary*, ottobre 2008, in www.iasb.org.

IERMANO G., *Commento sub art. 70*, in G. Campobasso, *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, 585;

Il Sole 24 Ore, 25 settembre 2008 riportava la notizia a pag. 5

Il Sole 24 Ore del 13 gennaio 2009, *Hedge fund, rosso record da 350 miliardi \$ nel 2008*, in www.ilssole24ore.it

INZITARI B., *La cessione del credito a scopo di garanzia: inefficacia ed inopponibilità ai creditori dell'incasso del cessionario nel fallimento, nel concordato e nell'amministrazione controllata*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 172 ss.

IORI M., *Sui titoli dell'attivo riemerge il <<costo>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 11-12;

ISDA MARGIN SURVEY 2008, 10

ISDA, *Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for National Law Reform*, March 2000, sezione 2, 4.2 e 5, in http://www.isda.org/press/pdf/eur_coll_law_reform.pdf,

JAEGER P.G., *Par condicio creditorum*, in Atti del III Congresso di Studi sulle procedure concorsuali, Sanremo, 1983, in *Fall.*, 1984, 1 ss.

JAEGER P.G.-SAVI G.P., *Appunti in tema di pegno e privilegio del commissionario di borsa su azioni del committente*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 528.

JOHANSONN E., *Transfer and Settlement of Securities: The New Order*, in *European Business Law Review*, 2005, 16(5), 1093 ss.

KEIJSER T., *Financial Collateral Arrangements*, Amsterdam, 2006

KEIJSER T., *Report on a Right of Use for Collateral Takers and Custodians; Presented to the UNIDROIT Secretariat*, Roma, Luglio 2003, rinvenibile su <http://ideas.repec.org>;

KETTERING K.C., *Repledge and Pre-Default Sale of securities Collateral Under Revised Article 9*, in *Chicago-Kent Law Review*, 1999, 1135 e 1136;

KETTERING K.C., *Repledge Deconstructed*, in *University of Pittsburgh Law Review*, 1999, 61, 205-206;

L.G., *Liquidità, funzionano le garanzie Bankitalia*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 39.

LA ROCCA G., *Effetti sostanziali del pignoramento dei crediti e sistema interbancario dei pagamenti (BI-REL)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, 1, 88 ss.

LA SALA G., *L'acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 467 ss.

LAMANNA F., *Il nuovo diritto fallimentare, Commentario* diretto da A. Jorio e coordinato da M. Fabiani, t. 1, sub art. 53, Bologna, 2006, 781.

LANZALAVECCHIA A. – TAGLIAVINI G., *Garanzie opportune, garanzie controproducenti*, in *Banca, impresa, società*, 2005, 3, 445 ss.

LARENZ K., *Lehrbuch des Schuldrechts*, vol. 1, München, 1987

LAUDONIO A., *Le clausole di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, in *Dir. fall.*, 2007, I, 540 ss.

LAUDONIO, *Procedure concorsuali e clausole di “close-out netting”*, in *Dir. Prat. fall.*, 2, 2007, 12 ss.

LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 725;

LENER R., *Il pegno di quote di fondi comuni e di gestioni patrimoniali*, Relazione al convegno *Il pegno di titoli “dematerializzati”: i problemi sorti dopo la sentenza n. 7859 del 27 agosto 1996 della Corte Suprema di Cassazione*, Milano, 11 dicembre 1996

LENER R., *Le garanzie nei fondi hedge (il cd. Prime Brokerage)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 22

LICCIARDELLO S., *Meglio con Market Hub*, in *Milano Finanza*, 28 febbraio 2009, 43

LIERA M.–BELTRATTI A., *Capire la Borsa*, Milano, 2005

LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 62, 2008, 1 ss.

LÖBER K., *The German Implementation of the EC Directive on Financial Collateral Arrangements*, in *Journ Int'l Banking Law & Reg.*, 2005, 20 (2), 72-78.

LÖBER K.-KLIMA E., *The Implementation of Directive 2002/47 on Financial Collateral Arrangements*, in *Journ Int'l Banking Law & Reg.*, 2006, 203 ss.

LOBUONO M., *I derivati su merci fa contratto e new properties*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 483.

LOIACONO D.-CALVI A.-BERTANI A., *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, Supplemento al fascicolo 6/2005 della Rivista *Banca, borsa e tit. cred.*, 3 ss.

LOJACONO V., *Il patto commissorio nei contratti di garanzia*, Milano, 1952

- LONGO M., <<Il Tier 1 resta solo un'illusione>>, in *Il Sole 24 Ore*, 17 marzo 2009, 39
- LONGO M., *Aig nel mirino della Sec sui derivati nel bilancio*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 giugno 2008, in www.ilssole24ore.it
- LONGO M., *Bilanci, la trasparenza difficile*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 7
- LONGO M., *Intesa cartolarizza mutui: operazione da 13 miliardi*, apparso su *Il Sole 24 Ore* del 3 gennaio 2009, 27
- LONGO M., *Le 10 tappe del crack delle authority americane – 2*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, in www.ilssole24ore.it
- LONGO M., *Le polizze anti-crack al record*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 marzo 2009, 3
- LONGO M., *Per i trader e mid 75 minuti di paura?*, in *Il Sole 24 Ore*, 1 ottobre 2008, 3
- LONGO M., *Subprime con il <<trucco>>, le vittime italiane dei Cdo*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 dicembre 2008, 41
- LONGSTAFF F. A. – RAJAN A., *An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt Obligations*, in <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminar06-07/Longstaff.pdf>.
- LORDI L., *Pegno commerciale*, in *Nuovo Digesto Italiano*, IX, Torino, 1939, 670.
- LUCCARELLI P., *La disciplina del pegno di strumenti finanziari*, Relazione tenuta a Milano (convegno ITA su “Le garanzie come strumento di mitigazione del rischio di credito”) nel febbraio 2005, 64
- LUMINOSO A., *Alla ricerca degli arcani confini del patto commissorio*, in *Riv. dir. civ.*, 1990, I, 219 ss.;
- LUMINOSO A., *Deposito cauzionale presso il terzo e depositi irregolari a scopo di garanzia*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 433;
- LUZZI A., *Derivati, istruzioni per l'uso*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio 2009, 12
- MACARIO F. – LOBUONO M., *Le modificazioni del patrimonio del debitore fra scenari normativi e autonomia privata*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2004, 495 ss.
- MACARIO F., *Circolazione e cessione dei diritti in funzione di garanzia*, in *Il diritto delle obbligazioni e dei contratti: verso una riforma? Le prospettive di una novellazione del Libro IV del*

Codice Civile nel momento storico attuale, Atti del Convegno per il cinquantennio della Rivista di diritto civile, Padova, 2006, 361 ss.

MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Contratti*, 1, 2003, 78 ss.

MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 769

MACARIO F., *Modificazione del patrimonio del debitore, poteri di controllo del creditore e autotutela*, in *Studi in onore di Cesare Massimo Bianca*, Milano, 2006, IV, 204;

MACARIO F., *Modificazioni del patrimonio del debitore, poteri di controllo del creditore e autotutela*, in *Studi in onore di Cesare Massimo Bianca*, t. IV, Milano, 2006, 181 ss.

MACCHIATI A., *Poca deferenza e molta discrezione (ma dei giudici). A proposito degli argomenti di Francesco Denozza sulle autorità indipendenti*, *ivi*, 2001, 363.

MANCINI T., *La cessione dei crediti futuri a scopo di garanzia*, Milano, 1968, 40 ss.;

MANGATCHEV I., *Financial Collateral Arrangements under Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002*, in <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/12253>

MANGIARDI D.A.-ADDANTE A., *Commodity derivatives tra diritto e mercato*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 561-562

MANIGK A., *Hyperocha*, in Pauly-Wissowa, *Real Encycl.*, IX, 1916, 292 ss.

MANNINO V., *Considerazioni sulla "strategia rimediale": buona fede ed exceptio doli generalis*, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1283 ss.

MARANO P., *Sul pegno (irregolare) del saldo di conto corrente* (commento a Trib. Roma, 14 ottobre 1998), in *Banca borsa e tit. cred.*, 2000, II, 611

MARCHESI M., *Concentrazione e internalizzazione degli ordini nelle esperienze europee*, in *Mondo bancario*, luglio-ottobre 2007, 33 ss.

MARCHESINI M.A.-NOVELLINI V., *Bond strutturati, occhio ai tranelli*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 settembre 2008, 7

MARCUCCI M., *Regole e garanzie del trading e del settlement: la Cassa di compensazione e garanzia e i sistemi di compensazione netti e lordi*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 485 ss.

MARGIOCCO M., *Cassano, il guru di Aigfp e della finanza "facile"*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, in www.ilsole24ore.it

MARINO R., *La disciplina delle garanzie finanziarie. Profili innovativi*, Napoli, 2005

MARINO R., *Recepimento della direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria. Le innovazioni nel diritto delle garanzie reali*, in *Rass. dir. civ.*, 4, 2005, 1166 ss.

MARRELLA F., *La nuova lex mercatoria – Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, in *Tratt. Galgano*, XXX, Padova, 2003;

MARTORANO F., *Cauzione e pegno irregolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, 107 e 119 ss.

MASTROPAOLO E. M., *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 519 ss.

MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie (mercati finanziari)*, in *Dig. disc. priv., sez. commerciale*, Agg. 4, Torino 2008, 299 ss.

MASTROPAOLO E.M., *Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell'acquirente di buona fede*, in Visentini G.-Stagno d'Alcontres A. (a cura di), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002

MATERNOVSKY D.-PIMENTEL L., *Emerging-Market Bonds, Stocks, Currencies Sink as Lehman Fails*, Bloomberg, 15 settembre 2008, 1

MATTEUCCI S., *Commento sub art. 70* in G. Alpa – F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 677 ss.

MAUGERI M., *Il regime giuridico dei margini e l'operatività in derivati su <<commodities>>*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 723

MAZZA M., *Tutela giudiziaria del creditore e procedure di autotutela esecutiva. Spunti comparatistici*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 471 ss.

MAZZAMUTO S., *I rimedi*, in Castronovo-Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 741

- MAZZAMUTO S., *Il diritto civile europeo e i diritti nazionali: come costruire l'unità nel rispetto delle diversità*, in *Contratto e impr. Europa*, 2005, 2, 525 nota 5,
- MAZZAMUTO, *La nozione di rimedio nel diritto continentale*, in *Europa dir. priv.*, 2007, 3, 585 ss.
- MAZZARELLA S., *Prestito su pegno*, in *Noviss. Dig. It.*, app. vol. V, Torino, 1988, 1173;
- MAZZARELLA S., *Sulla derogabilità dell'art. 2797 cod. civ.* (nota a Cass., 5 febbraio 1977, n. 496), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1977, II, 168 ss.
- MAZZINI F., *Con direttiva e decreto di attuazione ridotte le norme interne sull'insolvenza*, in *Guida al dir.*, 2004, 37, 47 ss.
- MCKENDRICK E., *La buona fede tra common law e diritto europeo*, in C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, vol. 2, *Proprietà, obbligazioni, contratti*, Milano, 2007, 715 ss.
- MEAZZA M. – ROCCA E., *Fair value, una bussola instabile*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 dicembre 2008, 4.
- MEAZZA M., *Test prudenti sulle perdite*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 27
- MEAZZA M.-ROCCA E., *Fair value congelato dal terzo trimestre*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 ottobre 2008, 2;
- MEAZZA M.-ROCCA E., *L'Europa stringe sul "fair value"-Strada complessa per il fair value*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 ottobre 2008, 13
- MEIANI A., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 204 ss.
- MENGGONI L., *Gli acquisti a non domino*, Milano, 1975
- MENGGONI L., *Responsabilità contrattuale (dir. vig.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1091
- MEZZABOTTA C., *Novità LASB sulla riclassificazione degli strumenti finanziari*, in *Amm. e fin.*, 2, 2009, 22
- MICOSSI S., *Tre misure per assicurare il credito alle imprese*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 novembre 2008, 6

- MINNITI, G.F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 29 ss.
- MOLLE G., *In tema di vendita del pegno nell'apertura di credito garantita da titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, II, 3 ss.
- MONTEL A., *Pegno (dir. vig.)*, in *Noviss. Dig. It.*, XII, Torino, 1965, 789
- MONTESANO L., *Sulla funzione dell'esecuzione esattoriale*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958, 914 ss.
- MONTI M., *Gli algoritmi complicano i recuperi del crack Lehman*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 settembre 2008, 7
- MONTI M., *Iosco: hedge fund da regolamentare*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo 2009, 5
- MORONI R., *La <<best execution>> degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca, impresa, società*, 2006, 3, 349 ss.
- MORRIS CH. R., *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Roma, 2008
- MUCHETTI M., *E via Nazionale lancia il <<mercato anonimo>>*, in *Corriere economia – Corriere della sera*, 19 gennaio 2009, 5
- NEGRI G., *Derivati, perdite in chiaro*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 28
- NEW YORK TIMES, 8 ottobre 2008
- NICOLUSSI A., *Le restituzioni*, in Castronovo-Mazzamuto (a cura di), *Manuale di diritto privato europeo*, II, *Proprietà Obbligazioni Contratti*, Milano, 2007, 203
- NIVARRA L., *Ragionevolezza e diritto privato*, in *Ars interpretandi*, n. 7, 2002, *Ragionevolezza e interpretazione*, 381).
- ODDO G., *Parmalat, le banche incassano*, in *Il Sole 24 Ore*, 4 luglio 2007, 46
- OLIVIERI A., *La Sec sulle orme della truffa*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3
- ONADO M., *Gli egoismi della City tradiscono Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 10
- ONADO M., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Torino, 2008, 348 ss.

- PAGNI L., *JP Morgan fa cassa con le azioni Tiscali*, in *la Repubblica*, 9 ottobre 2008, 28
- PANUCCIO V., *La cessione volontaria dei crediti*, Milano, 1955
- PANZARINI G., *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, Milano, 1984
- PAOLI U.E., *Hyperocha*, in *Noviss. Dig. it.*, VIII, Torino, 1962, 114-115
- PELLEGRINO S., *Svalutazione dei titoli da rinviare*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 3
- PELLOSO C., *Influenze greche nel regime romano della "hypotheca"*, Testo della relazione tenuta in occasione del Seminario Internazionale 'I sentieri di Dike' (Milano, 10 - 11 marzo 2008) organizzato dal prof. Alberto Maffi e dalla prof. Eva Cantarella, in http://www.teoriaestoriadeldirittoprivato.com/media/rivista/2008/contributi/2008_Contributi_Pelloso_Influenze.pdf
- PELOSI A.C., *La proprietà risolubile nella teoria del negozio condizionato*, Milano, 1975
- PERASSI M., *Il diritto comunitario dei pagamenti*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 141 ss.
- PERASSI M., *L'attuazione della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, 816 ss.
- PERLINGIERI P., *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 335 ss.
- PERLINGIERI P., in *Equilibrio delle posizioni contrattuali ed autonomia privata*, a cura di L. Ferroni, Napoli, 2002, 49 ss.
- PERLINGIERI P., *Le cessione dei crediti ordinari e <<d'impresa>>*, Napoli, 1993
- PERNAZZA F., *Contratti di pronti contro termine*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 1045 ss.
- PEROTTI R., in www.ilsole24ore.it
- PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, I, 51 ss.
- PERRONE A., in Perrone A. (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 1 ss.

- PERRONE A., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti derivati finanziari. Profili giuridici*, Milano, 1999
- PEVERARO S., *La Bce inonda il sistema di liquidità, arrivano 338 mld al 3,25%*, in *Milano Finanza*, 19 novembre 2008, 5
- PIRAINO LETO A., *Cessione del credito a fine di garanzia*, in *Nuovo dir.*, 1977, 529 ss.
- PIRELLI M., *La crisi di liquidità aumenta gli affari dei <<pawnbroker>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21
- PLATERO M., *Aig, i fondi della Fed girati alle banche*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 marzo 2009, 17
- PLATERO M., *Crisi, il mea culpa di Bernanke*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 marzo 2009, 2
- PLATERO M., *Il fondo dei Guggenheim pignorato da JP Morgan*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 dicembre 2008, 33
- PLATERO M., *Salvabanche Usa con i privati*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2009, 31
- PLATEROTI F., *Commento sub art. 68*, in C. RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 468 ss.
- POGGI C., *Crisi: Wells Fargo compra Wachovia per 15,1 mld \$*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 ottobre 2008, in www.ilsole24ore.it
- PONZANELLI G., *Il <<tort of interference>> nei rapporti contrattuali: le esperienze nordamericana e italiana a confronto*, in *Quadrimestre*, 1989, 69 ss.
- PONZETTA G., *La normativa sul National Market System negli Stati Uniti e la competizione tra le borse mondiali*, in *Banca, impresa, società*, 2007, 3, 451 ss.
- PORTALE G.B., *Il diritto commerciale italiano alle soglie del XXI secolo*, in *Riv. soc.*, 2008, 1 ss.
- PORTANIER C., *Insolvency close-out netting in Malta*, in *Comp. Law.*, 2005, 26 (11), 350
- PROSPERETTI L., *Eccesso e riduzione di garanzia nel pegno rotativo di strumenti finanziari*, in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2005, 3, 357 ss.
- PUCCINI L., *Contributo allo studio dell'accertamento*, Milano, 1958

- PUNZI C., *I mezzi di tutela nei rapporti di garanzia*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 3, 591 ss.
- PUNZI C., *La tutela del terzo nel processo esecutivo*, Milano, 1971
- QUAGLIO A., *Illiquide oppure insolventi?*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 15
- QUAGLIO A., *Se la City ci ripensa sul Mic*, in *Plus 24, Il Sole 24 Ore*, 21 marzo 2008, 10
- RANOCCHI G.P.-VALCARENGHI G., *Misure anti-crisi <<pesate>> dai bilanci*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 3
- REALMONTE F., *Il pegno*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, XIX, Torino, 1997, 649
- REALMONTE F., *Pegno, I) In generale*, in *Enc. giur. Treccani*, XXII, Roma, 1990, 1 ss.
- REDAZIONE FINANZA & MERCATI, 19 dicembre 2008, *Intesa si crea 5,7 mld di collateral*, www.finanzaemercati.it ;
- RENNA, nota a App. Cagliari, 4 marzo 1991 in *Corr. giur.*, 1994, 611 ss.
- RICCI A., *Il criterio della ragionevolezza nel diritto privato*, Padova, 2007
- RIOLFI W., *La furia del ribasso sui titoli bancari*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 gennaio 2009, 32
- RIOLFI W., *Lo smaltimento dei bad asset frenato da prezzo*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 4
- RIOLFI W., *Via il mark to market? La Borsa spicca il volo*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 6
- RIOLO F., *La cessione del credito nella prassi bancaria*, in *Bancaria*, 1974, 808 ss.;
- ROBLES M., *I nuovi contratti di garanzia finanziaria*, in Master per Giuristi d'impresa "L'evoluzione imprenditoriale del factoring" – Facoltà di Giurisprudenza – Bari, 16-23 marzo 2007, 1 ss., in <http://privato.lex.uniba.it/masterGI/docs/Robles/Collateral.rtf>
- ROCCA E., *La Sec in campo per <<salvare>> il mark-to-market*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 gennaio 2009, 3
- ROCCA E., *Nuovo LAS 39: il sigillo UE lo rende più docile*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 febbraio 2009, inserto *Norme e tributi*, 13-14

- ROCCA E., *Strumenti finanziari. Riclassifica ad hoc per arginare le perdite*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, *Norme e tributi, Le guide, Guida ai bilanci*, 16
- ROMANO B., *Per Francoforte esposizione di 10 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 marzo 2009, 3
- ROMEO S., in *Polis*, 2006, 2
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2001
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 616
- ROPPO V., *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. giur.*, 2, 2009, 267 ss.
- ROSSI C., *Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2003
- ROVEDA D., *Rubens e Warhol finiscono al monte dei pegni di lusso*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 33
- ROZZI A.-BRUNO F., *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (<<over the counter>>) in Italia*, in *Società*, 10, 2007, 1225 ss.
- RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, Torino, 1956
- RUBINO D., *La responsabilità patrimoniale. Il pegno*, Torino, 1956
- SABBATINI R., *Banca Imi inaugura l'<<hub>> dei mercati*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 febbraio 2009, 34
- SABBATINI R., *Consob, svolta su derivati e bond*, in *Il Sole 24 Ore*, 3 marzo 2009, 35).
- SABBATINI R., *I rating e le scelte a metà*, in *Plus24, Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2009, 11.
- SABBATINI R., *Mifid a rilento per gli intermediari*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 febbraio 2009, 28
- SABBATINI R., *Spagna e Svizzera vanno al sorpasso*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 4
- SALVI E., *Il credito di ultima istanza e l'Unione monetaria*, in *Mondo bancario*, 1998, 49 ss.
- SANTORO V., *L'efficacia solutoria dei pagamenti tramite intermediari*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 80-81

SANTORO V., *L'esenzione degli intermediari specializzati dalla revocatoria fallimentare dei pagamenti*, in *Il diritto dei sistemi di pagamento* (a cura di) V. Santoro, Milano, 2007, 96

SARDO G., *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Contratti*, 2005, 617 ss.

SARTORI F., *I contratti di garanzia finanziaria nel D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170: prime riflessioni*, in www.dirittobancario.it

SASSI A., *Garanzie del credito e tipologie commissorie*, Napoli, 1999

SATTA S., *Commentario al codice di procedura civile*, III, Milano, 1959-1965, 176;

SCETTRI S.-STRAMPELLI G., *sub artt. 2423-ter – 2427-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Grezzi, M. Notari, *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. Notari e L.A. Bianchi, Artt. 2410 – 2435-bis c.c., Milano, 2006, 567 ss.

SCHLESINGER P., *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Le ragioni del diritto*, *Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, 918, 930

SCHROEDER S.L., *Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.*, in *Syracuse Law Review*, 1996, 46 (3), 1049-1050

SCIARRONE ALIBRANDI A., *La definitività dei pagamenti dalla direttiva 98/26/CE al d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 812).

SCIARRONE ALIBRANDI A., *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 e tit. cred.*, 2001, 373;

SCOTT PRYOR C., *How Revised Article 9 Will Turn the Trustee's Strong-Arm into a Weak Finger: A Potpourri of Cases*, in *American Bankruptcy Institute Law Review*, 2001, 9 (1)

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report to Congress on Mark-to-Market Accounting*, *Delivered*, Dec. 30, 2008, in <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, comunicato n. 2008-234 del 30 settembre 2008

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Regulation National Market System (NMS)*, Release No. 34-51808, 29 giugno 2005

SEGRÈ G., *Sul trasferimento di proprietà di merci, a scopo di garanzia e sui suoi effetti nel caso di fallimento in relazione alla riserva di dominio*, in *Ann. dir. comp.*, 1929, 837

SEPE M., *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. 2, Padova, 2005, 739 ss.

SERAFINI L., *Lehman, 85 miliardi l'attivo provvisorio*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 gennaio 2009, 38

SERAFINI L., *Lehman, attivi per 385 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 febbraio 2009, 20

SERAFINI L., *Lehman, scontro liquidatori e JpM*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 marzo 2009, 38

SIMLER PH., *La réforme du droit des sûretés*, in *La semaine juridique*, n. 13, 2006, 124

SPINELLI M., *Le cessioni liquidative*, Napoli, 1962

STECCONI P., *Commento sub art. 68* in G. Alpa – F. Capriglione, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 653 ss.

STEINER B., *Mastering Repo Markets; A step-by-step Guide to the Products; Applications and Risks*, London, 1997

TAROLLI R., *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell'oggetto della garanzia*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 872 ss.

TARUFFO M., *Elementi per una definizione di abuso del processo*, in *Diritto privato*, 1997, III, *L'abuso del diritto*, Padova, 1998, 435 ss.

TARZIA G., *L'oggetto del processo di espropriazione*, Milano, 1961

TARZIA G., *Le garanzie atipiche (e l'attuazione della direttiva europea sui contratti di garanzia finanziaria)*, in *Fall.*, 2005, 5, 485 ss.

TAVORMINA V., *Realizzazione coattiva del pegno e norme bancarie uniformi*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, 171 ss.

TESTONI L., *Anche i mutui del CREDEM finiscono in collateral per BCE*, in *Finanza & Mercati*, 28 novembre 2008, www.finanzaemercati.it

TESTONI L., *Funziona solo la rete di Trichet*, in *Finanza & Mercati*, 30 settembre 2008, www.finanzaemercati.it

TESTONI L., *UniCredit prepara 23 mld da scontare alla BCE*, in *Finanza & Mercati*, 14 novembre 2008, www.finanzaemercati.it

TREVISAN L., *Il ruolo dei Cdo nella crisi: titoli fuori mercato dai rischi nascosti*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 ottobre 2008, 1

TROIANO S., *La <<ragionevolezza>> nel diritto dei contratti*, Padova, 2005

TROIANO V., *Prime note in tema di "internalizzatori sistematici"*, in *Mondo bancario*, novembre-dicembre 2007, 33 ss.

TROVATI G., *Primi spiragli ai risarcimenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio 2009, 33

TROVATORE G., *I nuovi confini delle garanzie reali mobiliari*, in *I mobili confini dell'autonomia privata*, Atti del Convegno di studi in onore del Prof. Carmelo Lazzara. Catania 12-14 settembre 2002, a cura di M. Paradiso, Milano 2005, 300

TUCCI G., *Garanzie sui crediti dell'impresa e tutela dei finanziamenti*, Milano, 1974

TUCCI G., *Il diritto dei privilegi di fronte al principio di uguaglianza*, in *Foro it.*, 1984, I, 1984, I, 647

TUCCI G., *Il progetto preliminare di convenzione Unidroit per le garanzie internazionali e l'ordinamento interno italiano*, in *Riv. dir. priv.*, 1999, 564 ss.

TUCCI G., *La semplificazione del procedimento di costituzione della garanzia: mobilità e requisiti*, Atti del Convegno Paradigma, *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 25-26 novembre 2004

UNIFORM COMMERCIAL CODE COMMITTEE OF THE BUSINESS LAW SECTION OF THE AMERICAN BAR ASSOCIATION, "Getting Blood from a Stone – Commercially Reasonable Foreclosure on Collateral and the Availability of a Market".

URSINO G., *Chi rimborsa i clienti con il contagocce*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2009, inserto *Plus24*, 9

URSINO G., *Per gli hedge è l'ora delle regole*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3

VACCARO BELLUSCIO A.C., *Disciplina fallimentare e modus operandi del pegno irregolare*, in *Banca, borsa e tit. di credito*, 2005, 2, 170 ss.

VALSANIA M., *Aig e Citigroup, salvataggio vicino*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 2

VALSANIA M., *Aig, dalla Fed altri 30 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 marzo 2009, 12

VALSANIA M., *Aig, il salvataggio che non ha fine*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2009, 13

- VALSANIA M., *All'asta anche le case di Manhattan*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 3
- VALSANIA M., *I prezzi delle case perdono i 18,2% alla fine del 2008*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 4
- VALSANIA M., *Piano da mille miliardi per gli asset tossici Usa*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 marzo 2009, 1 e 3
- VELLA F. – RAGNO M., *L'organizzazione e la governance dei mercati e dei sistemi multilaterali di negoziazione nella nuova disciplina comunitaria*, in M. Lamandini – C. Motti (a cura di), *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 105
- VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, 2000
- VENEZIANO A., *A Secured Transactions' Regime for Europe: Treatment of Acquisition Finance Devices and Creditor's Enforcement Rights*, in *Juridica International*, XIV, 2008, reperibile su http://www.juridica.ee/international_en.php?document=en/international/2008/1/144782.SUM.php, 89 ss.
- VERDE G., *Il pignoramento*, Napoli, 1964
- VETTORI G., *Buona fede e diritto europeo dei contratti*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 926
- VIALE M., *Le garanzie bancarie*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, Padova, 1994, 109 ss.;
- VIRGA W., *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa*, 4-5, 2007, 1034 ss.
- VISENTINI G., *I nuovi beni come oggetto di garanzia*, in G. De Nova - B. Inzitari - G. Tremonti - G. Visentini, *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991
- VISENTINI G., *Le nuove frontiere del diritto commerciale nella crisi economica*, lezione inaugurale del corso di Diritto commerciale tenuta all'Università di Salerno il 16 marzo 2009, 9 ss. in corso di pubblicazione su www.archivioceradi.it.
- VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006
- VISENTINI G., *Società per azioni e mercato finanziario*, Firenze, 2009, 55 ss., in corso di pubblicazione sulla *Rivista di diritto civile*

- VISMARA F., *Legge applicabile alle garanzie su strumenti finanziari in forma scritturale*, in *Dir. comm. int.*, 345 ss.
- VITTORIA D., *Pegno, II, Pegno irregolare*, in *Enc. giur.* Treccani, Roma, 1991, 1 ss.
- VITUCCI M., in (a cura di) S. Amorosino, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 400
- VIVANTE C., *Il diritto di ritenzione*, in *Codice di commercio commentato*, Torino, 1914, appendice, VI, 460 ss.
- VIVANTE C., nota a Cass. Roma, 2 aprile 1891, in *Foro it.*, 1891, I, 530
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, ed. 1906, 1929, 1935
- VIVANTE C., *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, II, Torino, 1893
- VON BAR C. – CLIVE E. – SCULTE-NÖLKE H., *Principles, Definitions and Model Rules of European Private Law. Draft Common Frame of Reference (DCFR). Interim Outline Edition*, Berlin, 2008
- VON BAR C., *Il gruppo di studio su un codice civile europeo, Il codice Civile Europeo – Materiali dei Seminari 1999/2000 del Cnf*, Milano, 2001, 3 ss.
- WIBIER R.M., *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive*, October 20, 2008, *Tilburg Institute of Comparative and Transnational Law, Working Paper No. 2008/11*, in <http://ssrn.com>
- ZADRA G., *Il futuro dell'Europa e il ruolo del sistema finanziario e dei pagamenti*, in *Bancaria*, settembre 2005
- ZAMPETTI C., *Crescono i prestiti garantiti dall'arte*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21
- ZANZUCCHI M.T., *Diritto processuale civile*, III, Milano, 1964
- ZINGALES L., *I nodi del mark-to-market e le modifiche agli accordi di Basilea*, in *Il Sole 24 Ore*, 15 ottobre 2008, in www.ilsole24ore.it
- ZINGALES L., *Mark-to market, quella regola da sospendere*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 settembre 2008, in www.ilsole24ore.it
- ZINGALES L., *Non basterà una bank holiday*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio 2009, 1