



London
Stock Exchange Group

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro

Consultazione sullo schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2009/44/CE, 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.



Il Gruppo Borsa Italiana, nelle società di Borsa Italiana, Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia, manifesta vivo apprezzamento per l’iniziativa di consultazione avviata da codesta Spettabile Autorità.

Nelle pagine successive si riportano, seguendo l’ordine di esposizione seguito nel documento di consultazione, le osservazioni alle proposte di modifica relative alla disciplina della definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli, dei contratti di garanzia finanziaria e delle insolvenze di mercato.

I. Modifiche al D.lgs. 210/2001 “Attuazione della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli”.

Articolo 8 - “Realizzazione delle garanzie finanziarie nella procedura d’insolvenza”

La norma in oggetto prevede un regime speciale per la realizzazione delle garanzie relative ai crediti derivanti da operazioni eseguite nell’ambito di un sistema di regolamento o di pagamento.

Tale disposizione si applica nel caso in cui sia avviata una procedura d’insolvenza nei confronti di un partecipante diretto ad un sistema (di pagamento o di regolamento) oppure di un intermediario, partecipante indiretto ad un sistema di regolamento titoli (per effetto del richiamo all’art. 6 d.lgs. 210/2001).

In questi casi le garanzie costituite dai soggetti sopra individuati devono essere utilizzate esclusivamente per il soddisfacimento dei crediti garantiti.

In aggiunta il sesto comma dell’articolo in esame stabilisce che *“Nessuna azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare nei confronti del sistema la realizzazione della garanzia di cui al comma 1”*. Pertanto, le azioni invalidanti esercitate da terzi contro interessati - si pensi in particolare all’azione revocatoria fallimentare promossa dagli organi della procedura concorsuale - non producono effetti sulla realizzazione delle garanzie.

Occorre, tuttavia, chiarire la portata applicativa della norma: il testo della disposizione, infatti, impedisce espressamente la produzione degli effetti delle azioni di terzi “nei confronti del



sistema". Il riferimento esclusivo al sistema e non ai partecipanti sembra ammettere la revocabilità delle garanzie costituite dall'intermediario insolvente a favore dei partecipanti al sistema, in particolare dei *settlement agents*.

Pertanto, anche in continuità con l'art. 2 del decreto, ai sensi del quale l'apertura della procedura d'insolvenza non ha effetto retroattivo sui diritti e gli obblighi dei partecipanti connessi alla partecipazione al sistema, si propone di modificare il comma sesto dell'art. 8 onde sancire l'irrevocabilità delle garanzie prestate anche nei confronti dei partecipanti al sistema.

Si propone pertanto di modificare l'art. 8 inserendo il seguente comma:

"Nessuna azione, compresa l'azione di nullità e le azioni revocatorie da parte degli organi della procedura di insolvenza, può pregiudicare la realizzazione della garanzia di cui al comma 1."

II. Modifiche al D.lgs. 58/1998 "Testo Unico della Finanza"

Art . 72 - Disciplina delle insolvenze di mercato

Si condivide l'iniziativa di effettuare una revisione strutturale della disciplina in oggetto; l'intervento legislativo si presenta necessario per adeguare la disciplina delle insolvenze di mercato al mutato contesto operativo a seguito del recepimento della Direttiva MIFID.

Ci si riferisce in particolare alla previsione dell'attuale articolo 72 T.u.f., che pone a carico della società di gestione dei mercati gli oneri connessi alla gestione della procedura di insolvenza di mercato. Infatti, la progressiva integrazione dei mercati finanziari e la "liberalizzazione" delle sedi di negoziazione a livello europeo hanno determinato l'utilizzo anche da parte di mercati esteri dei servizi delle infrastrutture di post trading italiane. In tali condizioni, l'attuale criterio di ripartizione delle spese per la gestione dell'insolvenza, di cui al comma 3, dell'attuale articolo 72 T.u.f., sembrerebbe potenzialmente penalizzare Borsa Italiana che ad oggi rappresenta l'unica Società di gestione dei mercati e, come tale, dovrebbe farsi



esclusivo carico dell'onere della procedura anche quando gli ambiti dell'insolvenza sembrerebbero coprire un'operatività più ampia di un singolo mercato.

Per fronteggiare tale criticità, più volte evidenziata da Borsa Italiana, la proposta in consultazione abolisce la figura del Commissario e attribuisce alle singole società di gestione del mercato regolamentato, ai gestori MTF e alle clearing house la liquidazione dell'insolvenza di mercato secondo i criteri che saranno definiti dal regolamento della Consob emanato d'intesa con la Banca d'Italia.

Pur condividendo tale nuova impostazione, di seguito si sottolineano alcuni aspetti di maggior rilievo. Al riguardo, a nostro avviso, l'insolvenza rappresenta un fenomeno "unitario" che interessa "trasversalmente" tutti i mercati e le controparti dell'insolvente. L'attuale disciplina legislativa e regolamentare appare soddisfare tale aspetto, da un lato, attraverso l'attribuzione alla Consob del potere di dichiarazione dell'insolvenza e, dall'altro, prevedendo un'unica disciplina di liquidazione dell'insolvenza stessa.

La proposta in consultazione sembra incidere su tali aspetti.

In riferimento alla dichiarazione di insolvenza, l'attuale ruolo della Consob non viene confermato a livello legislativo e l'individuazione del soggetto responsabile di dichiarare l'insolvenza di mercato sembrerebbe rinviato alla regolamentazione di attuazione. Tale impostazione sembrerebbe lasciare aperta la possibilità che gli stessi soggetti incaricati della liquidazione dell'insolvenza (le società di gestione dei mercati regolamentati, gli MTF e le clearing house italiane) possano essere singolarmente o congiuntamente coinvolti nella dichiarazione dell'insolvenza di mercato. A nostro avviso, tenuto conto della rilevanza e delle conseguenze pubblicistiche che da essa derivano ma soprattutto del concetto di "unitarietà" dell'insolvenza stessa in base alla quale l'incapacità a far fronte alle obbligazioni di mercato si riflette su tutti i mercati in cui l'insolvente ha operato, sembrerebbe opportuno mantenere inalterato l'attuale dettato legislativo prevedendo che la dichiarazione debba essere effettuata dalla Consob. Ruolo dei mercati e dei partecipanti al mercato resterebbe viceversa manifestare a Consob il sorgere dei presupposti per la dichiarazione stessa.



In riferimento alla disciplina della liquidazione dell'insolvenza, l'attribuzione dei compiti a distinti soggetti può rappresentare una soluzione di minore efficienza "sistemica" incidendo sul principio di "unitarietà" dell'insolvenza. Infatti, da questa impostazione ne deriva che le controparti dell'insolvente potrebbero avere tante esposizioni economiche nei confronti dell'insolvente quanti sono i mercati in cui ha operato e risultare pertanto a credito su un mercato e a debito su un altro senza poter compensare dette esposizioni.

Tale aspetto, tuttavia, appare per la gran parte fronteggiato dall'utilizzo dei sistemi di garanzia a controparte centrale che attraverso il meccanismo della "interposizione contrattuale" e relativa novazione dell'obbligazione originaria determinano per ciascun partecipante una posizione di rischio unitaria anche qualora questo abbia operato su più mercati.

Nello stesso tempo, l'attribuzione dei compiti di liquidazione dell'insolvenza di mercato alle società di gestione di mercati, agli MTF e ai sistemi di compensazione e garanzia italiani, rappresenta un elemento di efficienza operativa. Ciò in quanto, detti soggetti, da un lato, hanno un incentivo affinché la liquidazione dell'insolvenza avvenga rapidamente e in modo da limitare i rischi di mercato delle controparti dell'insolvente attive sul loro mercato; dall'altro, gli stessi dispongono delle informazioni e dell'esperienza necessaria per condurre in modo ordinato la liquidazione dell'insolvenza stessa.

Ciò premesso, si ritiene, condivisibile la proposta di eliminare la figura del Commissario e attribuire le competenze in materia di liquidazione alle infrastrutture di mercato.

La proposta in consultazione prevede inoltre, al comma 4, che la procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si concluda con il rilascio alle controparti dell'insolvente, per i crediti residui, di un certificato di credito che costituisce titolo esecutivo nei confronti dell'insolvente. Nel testo in consultazione, tuttavia, non è chiaro chi sia il soggetto deputato a emettere il certificato stesso. La lettura combinata del nuovo articolo 72 T.u.f., sembrerebbe attribuire tale potere alle citate infrastrutture di mercato coinvolte nella liquidazione dell'insolvenza. Tale impostazione, qualora confermata, non presenta profili di criticità per le società di gestione del mercato e per gli MTF; questi soggetti, infatti, in virtù del ruolo svolto, hanno autonomia e indipendenza nei confronti dell'insolvente e delle relative controparti nonché un ruolo "terzo"



rispetto alla procedura di liquidazione dell'insolvenza. Viceversa, tale impostazione potrebbe presentare profili di criticità qualora la Cassa di Compensazione e Garanzia sia chiamata all'emissione del certificato di credito. Infatti, ferma restando l'autonomia e l'indipendenza che guidano il suo operato nonché la sua natura di soggetto vigilato, questa sarebbe chiamata a emettere un titolo esecutivo che accerta un credito da essa stessa vantato nei confronti dell'insolvente. Per ovviare a tali potenziali "conflitti di interesse" si potrebbe riconsiderare un ruolo delle Autorità nell'emissione del certificato di credito a favore della CC&G.

Per una maggiore chiarezza normativa, inoltre, potrebbe essere opportuno chiarire meglio gli ambiti applicativi del comma 2 dello stesso articolo. Infatti, come sopra detto, il comma in questione individua la società di gestione del mercato, il sistema MTF e i sistemi di compensazione e garanzia come gli attori della liquidazione dell'insolvenza di mercato. Tuttavia, sembrerebbe opportuno fornire un maggiore dettaglio legislativo dell'ambito operativo di detti soggetti.

Ad esempio, anziché rinviare alla normativa secondaria, si potrebbe prevedere la seguente formulazione:

“La liquidazione delle insolvenze di mercato può essere effettuata dalle società di gestione previste dall’articolo 61, comma 1, per i contratti stipulati nei mercati da esse gestiti e dai gestori dei sistemi previsti dagli articoli 70 e 77-bis, rispettivamente per le operazioni da essi garantite e per i contratti stipulati nei sistemi da essi gestiti”.

Appare opportuno, infine, un ripensamento circa la formulazione del terzo comma dell'art. 72 T.u.f. nella versione sottoposta a consultazione¹. Seppure sia intuibile la portata e la funzione di questo richiamo ad una norma - l'art. 7 del d.lgs. n. 170/2004 - di salvaguardia delle clausole contrattuali di *close-out netting*, il mero riferimento formale alla norma può sollevare dubbi interpretativi in quanto di per sé l'art. 7 è applicabile ai soli contratti di garanzia finanziaria per

¹ *“Alle negoziazioni concluse sui sistemi gestiti dalle società di gestione previste dall’articolo 61, comma 1, e sui sistemi previsti dall’articolo 77-bis si applica l’articolo 7, comma 1, del d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170”*



effetto della definizione limitata di “clausola di *close-out netting*” contenuta nel d.lgs. n. 170/2004.

Si suggerisce quindi un’elaborazione del comma 3 come segue:

“3. Le società di gestione previste dall’articolo 61, comma 1, e i gestori dei sistemi previsti dall’articolo 70 e 77-bis possono prevedere clausole di close-out netting nei propri regolamenti in relazione alle negoziazioni che concludono sui sistemi da essi gestiti nell’ambito della liquidazione di un’insolvenza di mercato. Tali clausole sono valide e hanno effetto in conformità di quanto dalle stesse previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di una procedura di liquidazione nei confronti dell’insolvente di mercato. Ai fini del presente comma, si applicano le definizioni di “clausola di close-out netting”, “procedura di risanamento” e “procedura di liquidazione” di cui all’art. 1 del d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170, anche in assenza di garanzie finanziarie”.

* * *

L’occasione ci è gradita per porgere i migliori saluti, rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti ed approfondimenti.

Fabrizio Plateroti
Head of
Regulation&PostTrading