

**REGOLAMENTO RECANTE LA DISCIPLINA  
DEI SERVIZI DI GESTIONE ACCENTRATA, DI LIQUIDAZIONE,  
DEI SISTEMI DI GARANZIA E DELLE RELATIVE SOCIETÀ DI GESTIONE**

**PROVVEDIMENTO DEL 22 FEBBRAIO 2008**

**MODIFICHE CONSEGUENTI ALL'EMANAZIONE DEL D. LGS. N. 48 DEL 2011 DI ATTUAZIONE DELLA  
DIRETTIVA 2009/44/CE, IL QUALE HA SOSTITUITO L'ARTICOLO 72 DEL  
TESTO UNICO DELLA FINANZA, INERENTE ALLA DISCIPLINA DELLE INSOLVENZE DI MERCATO**

**10 agosto 2012**

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il **9 ottobre 2012** ad uno dei seguenti indirizzi:

**Banca d'Italia**  
**Servizio Supervisione sui Mercati e sul**  
**Sistema dei Pagamenti**  
**Via Nazionale, 91**  
**00184 ROMA**

oppure all'indirizzo di posta elettronica:  
smp501@bancaditalia.it

**C O N S O B**  
**Divisione Mercati**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

oppure *on-line* per il tramite del:  
SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

**I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.**

## 1. PREMESSA E QUADRO NORMATIVO

Il d.lgs n. 48 del 24.3.2011 ha dato attuazione alla direttiva 2009/44/CE, che ha modificato 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 decreto è stato emanato sulla base della delega legislativa contenuta nell'art. 1, comma 1, della legge 4 giugno 2010, n. 96 (legge comunitaria 2009). Si evidenzia, in particolare, che fra i principi e i criteri direttivi per l'esercizio della delega, contenuti nell'art. 23, comma 1, era stato previsto che si procedesse, fra l'altro, alla *“revisione, ove necessario, della disciplina delle insolvenze di mercato di cui agli artt. 72 e 202 del TUF, tenuto conto dell'obiettivo di ridurre le turbative ai sistemi derivanti dall'insolvenza di un partecipante”*.

L'articolo 72 del TUF è stato integralmente riscritto. Il nuovo testo è di seguito riportato:

«1. La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, disciplina con regolamento l'insolvenza di mercato dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione e dei partecipanti ai sistemi previsti dall'articolo 70, stabilendone i presupposti, l'ambito di applicazione e le modalità di accertamento e di liquidazione. L'insolvenza di mercato è dichiarata dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia.

2. Fermo restando quanto previsto al comma 1, l'apertura, da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa competente, di una procedura di liquidazione o di risanamento dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione e dei partecipanti ai sistemi previsti dall'articolo 70, costituisce presupposto per la dichiarazione di insolvenza di mercato. Ai fini del presente comma, si applicano le definizioni di 'procedura di risanamento' e 'procedura di liquidazione' previste dall'articolo 1 del decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170.

3. Ai fini della dichiarazione di cui al comma 1, l'autorità giudiziaria o amministrativa competente comunica immediatamente alla Consob e alla Banca d'Italia, anche per via telematica, l'apertura della procedura di liquidazione o di risanamento dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione e dei partecipanti ai sistemi previsti dall'articolo 70.

4. La liquidazione delle insolvenze di mercato, inclusi gli adempimenti previsti al comma 6, 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, e da altri soggetti, conformemente alle disposizioni contenute nella disciplina prevista dal comma 1. Le spese per la gestione della liquidazione delle insolvenze di mercato sono poste a carico dei soggetti che gestiscono i mercati o i sistemi nei quali l'insolvente ha operato.

5. Ai fini della liquidazione delle insolvenze di mercato, le società di gestione previste dall'articolo 61, comma 1, i gestori dei sistemi previsti dall'articolo 70 e 77-bis e gli altri soggetti possono prevedere clausole di close-out netting per i contratti e per le operazioni previsti al comma 4. Tali clausole sono valide e hanno effetto in conformità a 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' previste dall'articolo 1 del decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170, anche in assenza di garanzie finanziarie.

6. La procedura di liquidazione dell'insolvenza di mercato si conclude con il rilascio agli aventi diritto, per i crediti residui, di un certificato di credito, comprensivo delle spese sostenute dal creditore stesso, che

costituisce titolo esecutivo nei confronti dell'insolvente per gli effetti dell'articolo 474 del codice di procedura civile.

7. Alla liquidazione delle insolvenze di mercato si applicano, ove ne ricorrano i presupposti, le disposizioni di attuazione della direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998, relative al carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli.»

Il decreto ha inoltre disposto l'abrogazione dell'articolo 202 del TUF, che conteneva disposizioni in tema di liquidazione coattiva di borsa.

La modifica del quadro legislativo di riferimento è stata ispirata dalla necessità di semplificare le procedure di liquidazione dell'insolvenza di mercato e di eliminare la centralità della figura del commissario, rendendo maggiormente coerente la disciplina con l'assetto diversificato e concorrenziale delle infrastrutture di mercato.

A seguito delle modifiche apportate alla normativa primaria, è stata integralmente riscritta la disciplina delle insolvenze di mercato contenuta nella Parte III del Provvedimento Banca d'Italia e Consob del 22.2.2008.

L'opera di revisione non si è limitata a quanto sopra ma, con l'occasione, si è provveduto a:

- aggiornare l'insieme delle definizioni propedeutiche al Provvedimento nonché razionalizzare la parte delle disposizioni comuni;
- modificare la parte sulla disciplina della gestione accentrata, stante la necessità di dare luogo a precisazioni/variazioni/integrazioni, sia in relazione a quanto emerso dopo la fase di prima applicazione della disciplina così come modificata, nel dicembre 2010, per dare attuazione alla direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (dir. *Shareholders' rights*), sia a seguito dell'emanazione del d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91, recante disposizioni integrative e correttive del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, di recepimento della menzionata direttiva (di seguito, Decreto Correttivo SHRD);
- integrare la parte sulla disciplina dei servizi di liquidazione.

Nel prosieguo del documento si analizzano le ragioni che giustificano ciascuna delle modifiche proposte, procedendo secondo l'ordine progressivo delle disposizioni contenute nel Provvedimento; si rinvia all'Allegato n. 1 per il dettaglio dell'articolato.

Si fa in ultimo presente che la prossima revisione del Provvedimento unico sarà effettuata tenendo conto non più soltanto del quadro legislativo nazionale ma anche del contesto internazionale, una volta consolidato l'assetto disciplinare conseguente all'adozione formale del regolamento comunitario sui derivati OTC, le controparti centrali e i *trade repositories*, nonché alla luce dei principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture di mercato.

## **2. MODIFICHE ALLE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI VIGILANZA REGOLAMENTARE (PARTE I TITOLO I DEL PROVVEDIMENTO)**

L'**articolo 1** del Provvedimento (*Definizioni*) è stato modificato per finalità di aggiornamento rispetto all'evoluzione del complessivo quadro legislativo di riferimento e al fine di coerenza con i proposti interventi al resto del Provvedimento. In particolare, si segnalano:

- l'eliminazione della figura di commissario ai sensi del previgente articolo 72, comma 3,

del TUF,

- l'aggiornamento della definizione di “gestori dei mercati” per tenere conto dell'esistenza dei sistemi multilaterali di negoziazione,
- l'introduzione della definizione di “*record date*”.

Dall'**articolo 2** (*Definitività*) è stata espunta la definizione di irrevocabilità, già contenuta nel d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210, sulla definitività.

Le successive disposizioni contenute in tale parte del Provvedimento sono state riorganizzate, a fini di razionalizzazione della sequenza espositiva, come appresso indicato: (a) criteri generali per la gestione (il vigente articolo 7 diverrebbe, quindi, l'**articolo 3** del Provvedimento); (b) principi di continuità operativa (**articolo 4**); (c) regole per l'esternalizzazione di attività strategiche (**articolo 5**); (d) misure preventive in materia di antiriciclaggio (**articolo 6**); (e) requisiti organizzativi delle società di gestione (**articolo 7**); (f) poteri di vigilanza (**articolo 8**).

Si evidenzia, in particolare, che il proposto articolo 7, che comprende sostanzialmente le previsioni dell'attuale articolo 3, è stato integrato da un nuovo comma 5. Si è infatti ritenuto opportuno, nell'ottica di distinguere i requisiti organizzativi che le società vigilate devono possedere dai profili di cui devono dare conto alle autorità di vigilanza in ottemperanza a specifici obblighi informativi, spostare in tale articolo la previsione in base alla quale le società di gestione devono procedere alla verifica annuale delle strutture tecnologiche e informatiche rilevanti per la prestazione dei servizi istituzionali. Tale previsione è stata quindi espunta dall'**articolo 75** (cfr. comma 1 dell'articolo attualmente vigente), dove è rimasto soltanto l'obbligo di trasmissione a Banca d'Italia e Consob dei risultati delle predette verifiche annuali.

L'articolo in commento è stato inoltre interessato da ulteriori modifiche di *fine tuning*.

### **3. MODIFICHE ALLE DISPOSIZIONI SULLA GESTIONE ACCENTRATA (PARTE I, TITOLO II, CAPO II DEL PROVVEDIMENTO)**

L'**articolo 12** è stato interessato da una modifica tesa ad introdurre, fra i contenuti minimi del regolamento dei servizi delle società di gestione accentrata (**comma 1, lettera h**), le condizioni e i presupposti, nonché le modalità e i termini, in base alle quali queste ultime comunicano agli emittenti, e ai soggetti indicati all'articolo 26-*bis*, i dati identificativi degli intermediari e la quantità di strumenti finanziari da essi detenuti nei conti di gestione accentrata.

Tale modifica, va letta congiuntamente al nuovo articolo 26-*bis*, il quale tratta in via generale il tema dell'identificazione dei titolari degli strumenti finanziari (vedi *infra*).

Entrambe le modifiche si giustificano sulla base della lettera *o-bis*, dell'articolo 81, comma 1, del TUF, introdotta dal Decreto Correttivo SHRD, il quale attribuisce alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, la potestà di individuare con regolamento “le modalità e i termini di comunicazione, su richiesta, nei casi e ai soggetti individuati dal regolamento stesso, dei dati identificativi dei

titolari degli strumenti finanziari e degli intermediari che li detengono, fatta salva la possibilità per i titolari degli strumenti finanziari di vietare espressamente la comunicazione dei propri dati identificativi e fatto altresì salvo quanto previsto dall'articolo 83-duodecies per gli strumenti finanziari ivi previsti". In linea con quanto previsto dall'articolo 81, comma 2-bis, del TUF, tali disposizioni sono demandate al regolamento dei servizi delle società di gestione accentrata.

Alla luce delle suddette disposizioni legislative, le società di gestione accentrata saranno tenute a disciplinare nel proprio regolamento dei servizi tutte le fattispecie di comunicazione agli emittenti, e ai soggetti indicati all'articolo 26-bis, dei dati identificativi degli intermediari e della quantità di strumenti finanziari da essi detenuti nei conti di gestione accentrata.

Il **comma 4** che è stato aggiunto a tale articolo ribadisce quanto previsto nella richiamata disposizione legislativa, con riferimento specifico agli intermediari partecipanti alla gestione accentrata – ossia, la facoltà, in capo a questi ultimi, di vietare espressamente la comunicazione del numero di strumenti finanziari registrati nei conti di proprietà.

All'articolo 12 è stato altresì aggiunto il **comma 3** con il quale, ad ulteriore garanzia della correttezza dei processi connessi con l'immissione in gestione accentrata di strumenti finanziari di nuova emissione, si attribuisce alla società di gestione il compito di verificare l'avvenuto collocamento o sottoscrizione degli strumenti finanziari da ammettere.

In collegamento con tale integrazione sono inoltre da leggere sia la parziale integrazione della **lettera b) del comma 1** del medesimo articolo, sia il complemento al successivo articolo 18, comma 1, volto a ribadire un dovere di collaborazione da parte dell'emittente, nei confronti della società di gestione accentrata, in occasione dell'immissione in regime di dematerializzazione degli strumenti finanziari di nuova emissione. Si chiede infatti all'emittente di fornire, oltre alle informazioni già previste nella disciplina, tutte le ulteriori informazioni che servano a comprovare l'avvenuto collocamento o sottoscrizione, anche nella circostanza in cui la dematerializzazione si riferisca a strumenti finanziari già rappresentati da titoli.

All'**articolo 16** è stata cancellata la **lettera b)** in quanto si è valutato che la dematerializzazione di strumenti finanziari già accentrati non comporta l'apertura dei conti emittenti e intermediari né le altre attività ivi indicate, che devono essere già state effettuate ai fini dell'accentramento.

Modifiche di *fine tuning* sono state apportate all'**articolo 21**, onde stabilire più correttamente un collegamento fra le disposizioni ivi incluse e quelle dei successivi articoli 22 e 23, e all'**articolo 22** in connessione con l'introduzione della definizione di "*record date*".

L'intervento più rilevante su tale parte della disciplina concerne l'introduzione, con l'**articolo 26-bis**, di disposizioni specifiche attinenti all'identificazione, in primo luogo da parte degli emittenti, dei titolari di azioni e obbligazioni, come di seguito meglio specificato. Come anticipato, la previsione contenuta nel nuovo articolo dà attuazione a quanto disposto con il Decreto Correttivo SHRD, in relazione alla modifica dell'articolo 81, comma 1, del TUF, volta ad introdurre la lettera *o-bis*, le cui disposizioni integrano il contenuto dell'articolo 83-duodecies, del TUF, relativo all'identificazione degli azionisti.

Prendendo, come riferimento, appunto, l'articolo 83-duodecies, del TUF, l'intervento proposto si muove in due direzioni, in quanto prevede: (i) l'estensione del novero degli strumenti finanziari coperti ai titoli obbligazionari; (ii) una modalità alternativa di comunicazione dei titolari degli

strumenti finanziari - che si riferisce sia alle azioni che alle obbligazioni.

Con riferimento ai titoli azionari, fermo restando quanto previsto nell'articolo 83-*duodecies*, del TUF, il **comma 4** propone, come detto, una modalità alternativa di comunicazione (degli azionisti), in linea con quanto già presente in materia di sollecitazione deleghe. Qualora previsto dallo statuto, le società italiane con azioni ammesse alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione possono chiedere, in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, ad una società di gestione accentrata e agli intermediari le informazioni necessarie all'acquisizione dei dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati.

Rispetto alla modalità prevista nell'articolo 83-*duodecies*, che consiste nella richiesta "agli intermediari, tramite una società di gestione accentrata", la suddetta modalità alternativa è meno strutturata e dunque consente agli emittenti di gestire la fase della richiesta delle informazioni in maniera più flessibile. Ciascun emittente potrà decidere sulla modalità preferita sulla base del costo e della tempistica necessaria per l'acquisizione delle informazioni.

Restano ferme, le cautele previste ai commi 3 e 4 dell'articolo 83-*duodecies*, in favore dei soci di minoranza.

Come detto, l'articolo 26-*bis* prevede l'estensione del novero degli strumenti finanziari, per i quali è consentito all'emittente di procedere all'identificazione dei titolari, ai titoli obbligazionari. Analogamente ai titoli azionari, sono previste sia la modalità standard (**comma 1**), che la modalità alternativa (**comma 4**), di acquisizione delle informazioni. Inoltre, i **commi 2 e 3** prevedono delle disposizioni a beneficio della generalità degli obbligazionisti. In particolare, si prevede che: (i) l'emittente sia tenuto ad effettuare la medesima richiesta su istanza del rappresentante comune degli obbligazionisti; (ii) i relativi costi siano ripartiti tra l'emittente e i titolari di titoli obbligazionari secondo i criteri stabiliti nello statuto.

L'ambito di applicazione soggettivo è lo stesso dell'art. 83-*duodecies* del TUF. Le norme, infatti, si applicano agli emittenti obbligazioni "ammesse alle negoziazioni con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione". Inoltre, sebbene non esplicitato, le norme si applicano solo alle società italiane. Dal punto di vista del diritto internazionale privato, le norme in discussione si qualificano come norme di diritto societario, per le quali il diritto applicabile è quello dell'emittente.

Si ritiene che l'estensione del novero degli strumenti finanziari per i quali è consentito all'emittente di procedere all'identificazione dei titolari, seppure con oneri a suo carico, rappresenti un valido ausilio nei casi, riscontrati frequentemente in tempi recenti, in cui l'emittente abbia necessità di conoscere l'identità degli obbligazionisti onde proporre loro piani di ristrutturazione del debito.

In linea con quanto previsto dalla norma primaria, il **comma 5** ribadisce la facoltà dei titolari degli strumenti finanziari di vietare espressamente la comunicazione dei propri dati identificativi.

Alla luce della modifica della disciplina primaria e delle sopra riportate modifiche, che interessano la disciplina della gestione accentrata, è da ritenersi superata la Comunicazione Consob n. DIS/99023790 del 1999, con la quale si escludeva la possibilità per Monte Titoli S.p.A. di comunicare agli emittenti informazioni sul contenuto dei conti di gestione accentrata al di fuori

delle sole fattispecie tipizzate dall'art. 89 del TUF e dalle disposizioni regolamentari di attuazione, concernenti le fasi di immissione ovvero di fuoriuscita degli strumenti finanziari dal sistema di gestione accentrata.

Le modifiche dell'**articolo 27** sono strettamente connesse con l'introduzione dell'articolo 26-*bis*, in quanto introducono dei riferimenti a tale nuovo articolo e stabiliscono la tempistica per l'effettuazione delle ulteriori segnalazioni ivi previste.

L'**articolo 30** è stato interessato da modifiche in quanto il citato Decreto Correttivo SHRD ha introdotto una *record date* ai fini dell'attribuzione del diritto alla corresponsione del dividendo<sup>1</sup>. È stata prevista l'indisponibilità dei predetti diritti fino al pagamento o sua prescrizione, salvo il caso in cui il trasferimento da un conto di gestione ad altro sia propedeutico a mantenere il diritto in capo al percettore originario, titolare degli strumenti finanziari alla *record date* (ad es. nel caso in cui quest'ultimo abbia cambiato intermediario depositario).

In ultimo, l'**articolo 39** sulla gestione accentrata dei titoli di Stato è stato interessato da alcune modifiche di mero *fine tuning*, che si giustificano alla luce della precedente revisione dell'articolato.

#### **4. MODIFICHE ALLE DISPOSIZIONI SUI SERVIZI DI LIQUIDAZIONE (PARTE I, TITOLO III, CAPO II DEL PROVVEDIMENTO)**

Quale effetto delle riflessioni svolte in occasione delle modifiche apportate alla disciplina delle insolvenze di mercato, che conteneva ampie disposizioni in merito al trattamento da riservare alle posizioni immesse da o facenti capo a un liquidatore dichiarato insolvente, si è ritenuto opportuno prevedere che il regolamento dei servizi di liquidazione (**art. 46**), oltre a fissare i momenti di irrevocabilità e definitività degli ordini di trasferimento, definisca in via generale e quindi renda trasparenti le procedure attraverso le quali gestire le posizioni, proprie o di terzi, facenti capo a un partecipante insolvente ovvero di un negoziatore o di un aderente insolvente che si avvalga di un liquidatore.

#### **5. MODIFICHE ALLA DISCIPLINA DELLA LIQUIDAZIONE DELLE INSOLVENZE DI MERCATO (PARTE III DEL PROVVEDIMENTO)**

Come già anticipato, la disciplina delle insolvenze di mercato è stata modificata per allinearla al nuovo testo dell'articolo 72 del TUF.

In primo luogo, l'ambito soggettivo di applicazione comprende i soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani e i partecipanti ai sistemi di garanzia previsti dall'articolo 70 del TUF (**art. 80, comma 1**), mentre non sono più richiamati fra i destinatari della disciplina i partecipanti ai servizi di liquidazione.

Tale novità, introdotta dalla norma primaria, tiene conto dei rilevanti cambiamenti che hanno interessato i sistemi italiani di post-trading con l'adozione di un sistema di regolamento flessibile,

---

<sup>1</sup> Mentre infatti il previgente articolo 4 della l. n. 1745 del 1962 legava tale diritto al possesso delle azioni alla data del c.d. stacco cedola, la nuova disposizione, nell'attribuire il diritto al dividendo a coloro che risultano azionisti ad una data predeterminata, consente all'emittente di stabilire la data di pagamento delle cedole in maniera più flessibile e funzionale rispetto alle proprie specifiche esigenze.

che rende possibile la gestione tecnica delle operazioni non regolabili per mancanza di copertura in titoli o in contante (c.d. *fail*), sterilizzandone gli effetti sulle posizioni degli altri partecipanti.

Anche i presupposti sono stati modificati, allineandoli, da un lato (**lettera a**)), alla norma primaria che individua quale presupposto della dichiarazione di insolvenza di mercato l'apertura, da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa competente, di una procedura di liquidazione o di risanamento dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione e dei partecipanti ai sistemi previsti dall'articolo 70; eliminando, dall'altro, i presupposti generici in precedenza menzionati nel comma 1 (gravi inadempimenti o altri fatti esteriori i quali dimostrino l'incapacità di far fronte alle obbligazioni di mercato). **Le lettere b) e c)** si limitano infatti a richiamare i presupposti puntuali prima contenuti nel comma 2, lettere a) e b). L'intento è quello di legare la dichiarazione d'insolvenza di mercato a ipotesi oggettive e facilmente accertabili, al fine di rendere la procedura il più possibile rapida ed efficiente.

In precedenza la normativa secondaria in materia di insolvenza di mercato prevedeva tra le fattispecie specifiche quella del mancato conferimento da parte del negoziatore al liquidatore della provvista necessaria a regolare le operazioni nei servizi di liquidazione. Nel più recente passato è stato manifestato dai liquidatori un vivo interesse per la riproposizione di una norma siffatta.

Non si è ritenuto di reintrodurre, fra i presupposti dell'insolvenza di mercato, il caso del mancato conferimento della provvista da parte del negoziatore al liquidatore, alla luce delle considerazioni che seguono.

Innanzitutto, per un coretto e complessivo inquadramento delle modifiche poste in consultazione in tema di insolvenza di mercato, su questi aspetti e non solo, è utile considerare il tema più generale delle regole applicabili ai sistemi italiani designati ai sensi della direttiva sulla definitività degli ordini di trasferimento (*Settlement Finality Directive*, SFD).

Per ciò che concerne il sistema di liquidazione gestito da Monte Titoli S.p.A., l'attuale regolamento operativo dei servizi di liquidazione (Regolamento Operativo), in linea con il vigente quadro legislativo, prevede – con riferimento alle operazioni immesse nel ciclo notturno (articolo 14) – quanto riportato nella tabella 1.

**Tabella 1 – Regole di irrevocabilità e definitività: situazione attuale**

[Art. 14 del Regolamento Operativo]	OTC (no CCP)	Mercati (no CCP)	CCP
<b>Irrevocabilità</b>	Avvio del ciclo notturno	Immissione in X-TRM	Avvio del ciclo notturno*
<b>Definitività</b>	Avvio del ciclo notturno	Avvio del ciclo notturno	Avvio del ciclo notturno*

\* Sono fatte salve le regole stabilite in materia dai relativi sistemi a controparte centrale.

La differenza tra irrevocabilità e definitività è esplicitata nell'articolo 14, comma 1, paragrafo 3, del Regolamento Operativo, il quale prevede che a partire dal momento di irrevocabilità “i partecipanti sono vincolati a regolare, senza possibilità di sollevare eccezioni derivanti dagli eventuali rapporti

sottostanti con il soggetto per conto del quale essi regolano, fatto salvo il caso della dichiarazione di insolvenza, anche di mercato, di quest'ultimo”.

A partire, invece, dal momento di definitività, i partecipanti sono vincolati a regolare, senza possibilità di sollevare eccezioni derivanti dagli eventuali rapporti sottostanti con il soggetto per conto del quale essi regolano, anche nel caso di dichiarazione di insolvenza, giudiziaria o di mercato di quest'ultimo.

Si distinguono tre casi: (i) operazioni OTC, per le quali non è previsto l'intervento di una controparte centrale, (ii) operazioni di mercato, per le quali non è previsto l'intervento di una controparte centrale, e (iii) operazioni garantite da controparte centrale. In tutti e tre i casi, il momento di definitività corrisponde al momento di avvio del ciclo notturno; regole diverse valgono invece per il momento di irrevocabilità.

Regole simili valgono per le operazioni immesse nel ciclo di liquidazione lorda (articolo 33). L'unica differenza è che laddove si faceva riferimento all'avvio del ciclo notturno, per le operazioni immesse nel ciclo di liquidazione lorda si fa riferimento all' "immissione nel ciclo di liquidazione lorda".

Sia le operazioni immesse nel ciclo notturno che quelle immesse nel ciclo di liquidazione lorda definitive, ma non regolabili per mancanza di contante o dei titoli, sono stralciate dal sistema di liquidazione alla fine della giornata operativa (ore 16:00 per le prime, ore 18:00 per le seconde).

Per le **operazioni OTC** il momento di irrevocabilità e il momento di definitività coincidono con l'avvio del ciclo notturno.

Poiché le operazioni sono definitive all'avvio del ciclo notturno, nel caso di insolvenza, anche di mercato, di un soggetto per conto del quale i partecipanti regolano o di un partecipante, "dichiarata" prima delle 19:45 – ossia, prima dell'orario comunicato da Monte Titoli, ai sensi dell'articolo 10 del Regolamento Operativo, per l'avvio del ciclo notturno – del giorno precedente a quello di regolamento contrattualmente previsto, le operazioni da regolare nel ciclo notturno sono stralciate, anche se previamente riscontrate.

Ma poiché fino all'avvio del ciclo notturno le operazioni sono anche revocabili, lo stralcio può essere chiesto da un partecipante ai servizi di liquidazione anche in assenza di insolvenza del soggetto per conto del quale esso regola.

Nel caso di insolvenza "dichiarata" dopo le 19:45, essendo le operazioni definitive, esse non sono stralciate fino alla fine della giornata operativa.

Quanto detto in relazione al regime di definitività delle operazioni OTC vale *mutatis mutandis* per le **operazioni di mercato non garantite**. Differenze sostanziali invece esistono in relazione al regime di irrevocabilità. Le operazioni di mercato, infatti, sono irrevocabili sin dal momento di immissione in X-TRM – ossia, a ridosso dell'esecuzione delle transazioni sul mercato. Ciò implica l'impossibilità per i partecipanti di chiedere lo stralcio delle operazioni non definitive, al di fuori dell'ipotesi di insolvenza, anche di mercato, del soggetto per conto del quale essi regolano.

Per le **operazioni garantite da controparte centrale**, il momento di irrevocabilità e il momento di definitività coincidono con l'avvio del ciclo notturno. Sono fatte comunque salve le regole stabilite in materia dai relativi sistemi a controparte centrale.

Tenendo conto della suddetta ripartizione delle tipologie di operazioni, nello specifico della situazione in cui il negoziatore non provveda a mettere a disposizione del liquidatore la provvista necessaria per il regolamento delle operazioni, possono dunque trarsi le seguenti conclusioni.

Il tema non è rilevante in relazione alle operazioni garantite da controparte centrale in quanto in tale ambito prevalgono, in primo luogo, i rapporti tra aderenti indiretti e generali al sistema a controparte centrale<sup>2</sup>, e questi ultimi dovrebbero avere margini sufficienti a coprire l'eventuale variazione avversa dei prezzi.

Per quanto riguarda, invece, il caso di un aderente diretto che si avvalga di un liquidatore, quest'ultimo ha facoltà, ai sensi delle norme di autoregolamentazione, di recedere dal contratto qualora il primo non fornisca al secondo "i mezzi necessari all'adempimento delle proprie obbligazioni". Tale norma è efficace nei confronti del sistema di liquidazione solo con riferimento alle operazioni revocabili. In altri termini, il liquidatore può chiedere lo stralcio delle operazioni prima dell'avvio del ciclo notturno, senza bisogno di far ricorso all'insolvenza di mercato dell'aderente diretto.

Analogamente, il tema dell'insolvenza di mercato dei negozianti per mancata provvista al liquidatore non sembra essere rilevante in relazione alle operazioni OTC. Per queste, come visto, le operazioni non definitive sono anche revocabili. Ciò significa che lo stralcio può essere chiesto senza far ricorso alla categoria dell'insolvenza di mercato. D'altra parte, le operazioni definitive non possono essere revocate, neanche in caso di insolvenza del soggetto per conto del quale un liquidatore regola; dunque, anche in questo caso, la fattispecie dell'insolvenza di mercato non è di alcuna utilità.

Il tema dell'insolvenza di mercato dei negozianti per mancata provvista al liquidatore è, invece, potenzialmente molto rilevante in relazione alle operazioni di mercato. Ciò dipende dalla circostanza che, come già detto, le operazioni di mercato sono irrevocabili sin dal momento di immissione in X-TRM – ossia, a ridosso dell'esecuzione delle transazioni sul mercato. In tali circostanze, in assenza di un'insolvenza giudiziaria, l'insolvenza di mercato di un negoziante permetterebbe al liquidatore di chiedere lo stralcio delle operazioni di pertinenza del negoziante.

Ciò nonostante, si ritiene di non introdurre la fattispecie dell'insolvenza di mercato dei negozianti per mancata provvista al liquidatore, per due ordini di motivi. In primo luogo, il controvalore delle operazioni di mercato non garantite è assolutamente residuale rispetto alle operazioni OTC e a quelle garantite da controparte centrale. Ciò in parte è dipeso dal processo di graduale introduzione di una controparte centrale, da parte della maggior parte dei mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione italiani. In secondo luogo, i costi amministrativi per le autorità di vigilanza di gestione di una tale fattispecie di insolvenza di mercato sono molti elevati.

L'analisi costi benefici giustifica la non introduzione nell'ordinamento italiano della fattispecie dell'insolvenza di mercato dei negozianti per mancata provvista al liquidatore.

---

<sup>2</sup> Si rammenta che è in un sistema di garanzia a controparte centrale l'aderente diretto diventa controparte della controparte centrale per le operazioni da questi concluse in conto proprio, per conto terzi e/o dei partecipanti indiretti che di esso si avvalgono.

L'aderente indiretto stipula con un aderente diretto (partecipante generale) un accordo perché questi assuma nei confronti della controparte centrale la posizione di controparte in ordine alle operazioni effettuate in proprio e/o per conto terzi.

Tale conclusione sembra essere confermata anche nell'ipotesi di introduzione (prevista nel 2013), da parte della società di gestione dei servizi di liquidazione, di meccanismi cosiddetti di *hold-release*. In tal caso, infatti, la possibilità di mettere le istruzioni di regolamento in stato di *hold* (sospensione) permette al liquidatore di governare in maniera efficiente il rapporto con i propri clienti.

Proseguendo nella disamina della disciplina rivista, è bene menzionare che le circostanze che possono dar luogo alla dichiarazione d'insolvenza devono essere "tempestivamente" comunicate dai gestori dei mercati e dalle controparti centrali alla Consob e alla Banca d'Italia, unitamente ai provvedimenti eventualmente già adottati.

In linea con quanto precede, il successivo **articolo 81** è stato ridenominato "Dichiarazione dell'insolvenza di mercato" anziché "Accertamento dell'insolvenza di mercato". La dichiarazione, che spetta alla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, deve essere prontamente comunicata, come già in passato, ai gestori dei mercati e delle infrastrutture di post-trading e con il medesimo provvedimento le autorità possono impartire istruzioni su misure urgenti da adottare.

Quanto alla procedura di liquidazione delle insolvenze, l'**articolo 82** risulta radicalmente modificato.

La principale novità consiste nel fatto che la gestione della procedura (**comma 1**) è affidata ai gestori dei mercati per i contratti conclusi sulle piattaforme da essi gestite e alle controparti centrali per i contratti da esse garantiti, con l'obiettivo di assicurare facilità e rapidità di accesso a ogni informazione utile per la liquidazione dell'insolvenza. Scompare, quindi, la figura del commissario liquidatore nominato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia<sup>3</sup>.

In merito alla procedura, mentre con il **comma 2** si stabilisce che nel caso delle controparti centrali essa sia disciplinata ad integrazione della procedura di inadempimento definita fra le misure di autoregolamentazione delle medesime controparti centrali, il **comma 3** prevede che i gestori dei mercati possano procedere alla liquidazione dell'insolvenza anche con riferimento a contratti conclusi in mercati o sistemi di negoziazione diversi da quelli gestiti, su richiesta delle rispettive società di gestione. Si introduce in questo modo la possibilità di affidare a "terzi" l'attività di liquidazione, lasciando che siano i mercati a individuare le più idonee soluzioni organizzative.

In linea con la norma primaria che fa riferimento anche ad "altri soggetti", il **comma 4** introduce la possibilità che anche la società di gestione dei servizi di liquidazione possa procedere alla liquidazione dell'insolvenza, avendo riguardo sia alle operazioni concluse nei mercati o nei sistemi, su richiesta delle rispettive società di gestione, sia a quelle concluse fuori mercato, purché – in entrambi i casi - non garantite da controparte centrale. L'intento è quello di offrire la più ampia possibilità di scelta nell'individuare soluzioni che assicurino in ogni caso un processo di liquidazione rapido ed efficiente.

---

<sup>3</sup> Figura che, peraltro, in caso di apertura di una procedura di liquidazione da parte dell'autorità giudiziaria, finiva con il sovrapporsi a quella del commissario nominato dal tribunale. Tale sovrapposizione, che potrà continuare a verificarsi qualora venga avviata, dall'autorità giudiziaria o amministrativa competente, una procedura di liquidazione o di risanamento, risulta tuttavia ridotta nei suoi aspetti di maggiore incoerenza in virtù dell'attuale riformulazione della disciplina in commento. Difatti, i soggetti ai quali sarà consentito effettuare la liquidazione avranno un campo di azione delimitato dal perimetro di attività dei sistemi da essi direttamente gestiti (salvo la copertura di eventuali altri ambiti, su richiesta delle rispettive società di gestione) e, soprattutto, disporranno di un insieme di informazioni specifiche diverso da quello a disposizione del commissario nominato dall'autorità giudiziaria o amministrativa.

I commi successivi (**5 e 6**) forniscono indicazioni sul regolamento delle operazioni facenti capo all'insolvente prevedendo che quelle definitive all'atto della dichiarazione di insolvenza terminano la liquidazione in corso secondo quanto previsto dal regolamento dei servizi di liquidazione; viene altresì previsto che il gestore dei servizi di liquidazione proceda all'esclusione dai sistemi di riscontro e rettifica e dai servizi di liquidazione di quelle non definitive, nonché allo stralcio di quelle definitive ma non regolabili conformemente a quanto previsto nel suddetto regolamento.

Il **comma 7** prevede che i “gestori” della procedura diano avvio alla liquidazione dell'insolvenza sulla base del prezzo ufficiale di ciascuno strumento finanziario del giorno successivo a quello in cui l'insolvenza di mercato è stata dichiarata ovvero, in assenza del prezzo ufficiale, sulla base di apposito parametro di prezzo individuato dalle procedure di liquidazione.

Gli ultimi tre commi (**8, 9 e 10**) prevedono che i gestori dei mercati e la società di liquidazione definiscano e sottopongano all'approvazione delle autorità apposite procedure per gestire la liquidazione delle insolvenze, ispirate a criteri di rapidità ed efficienza. Tali procedure potranno anche individuare criteri volti ad assicurare la gestione unitaria dell'insolvenza. L'intento è, di nuovo, quello di stimolare il mercato a ricercare e definire autonomamente assetti ottimali per la liquidazione delle insolvenze evitando soluzioni imposte. Tali assetti potranno prevedere che ciascun gestore provveda direttamente alla liquidazione dei contratti conclusi nei propri mercati o sistemi, se del caso coordinandosi con gli altri soggetti coinvolti, per addivenire a un risultato unitario, ovvero che rinunci a tale attività delegandola ad altri gestori che intendano procedervi predisponendo idonee soluzioni organizzative. L'approvazione delle procedure e dei criteri nonché la ricezione, da parte delle autorità, degli esiti della liquidazione e di una relazione finale (**articolo 83**) sono finalizzate a controllare l'idoneità delle soluzioni individuate e la loro corretta attuazione.

E' importante che il mercato, nelle sue varie componenti, rifletta su tali sviluppi, fornendo le proprie valutazioni. Nel considerare la nuova disciplina dell'insolvenza di mercato, è opportuno tener conto anche delle nuove funzionalità e regole offerte dai servizi di liquidazioni (hold/release, stralcio delle operazioni riferibili all'insolvente) al fine di prefigurare i possibili sviluppi futuri e contribuire a inquadrare meglio entro che termini ci si aspetta che tale istituto, da tempo inutilizzato, possa ancora svolgere un ruolo nella complessiva disciplina dei mercati.

\*\*\*