

I CONTRATTI DERIVATI NEL FALLIMENTO

SOMMARIO: 1) Premessa; 2) Il dibattito in corso negli Stati Uniti sulla disciplina dei contratti derivati nel fallimento; 2.1) Le norme del *Bankruptcy Code*; 2.2) I dubbi avanzati dalla dottrina sull'effettiva capacità della disciplina di prevenire e contenere il rischio sistemico; 2.3) I possibili effetti collaterali della protezione accordata al contraente *in bonis*: il disincentivo al controllo sulle condizioni del debitore; 2.4) (*Segue*): Il pericolo di comportamenti opportunistici; 2.5) (*Segue*): La regola del *close-out* e il possibile pregiudizio alla conservazione del valore degli *assets* dell'impresa; 3) Contenuti e funzione della disciplina italiana ed alcune questioni interpretative controverse; 4) Impressioni e prospettive; 5) Le norme fallimentari e le misure di contrasto e prevenzione delle crisi finanziarie.

1. Premessa.

Gli effetti del fallimento sui contratti derivati e sui crediti da essi generati sono oggetto, nel nostro diritto interno, di una disciplina piuttosto scarna e poco appariscente.

La legge fallimentare italiana non si occupa infatti espressamente e direttamente dei contratti derivati che siano stati stipulati dal fallito, né nelle norme relative ai contratti pendenti, né in quelle che stabiliscono gli effetti del fallimento per i creditori.

Se ne occupa, tuttavia, l'art. 203 TUF che, fatta eccezione per il caso di cui all'art. 90 TUB (continuazione dell'esercizio dell'impresa negli istituti di credito), dichiara applicabile "agli strumenti finanziari derivati, a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), alle operazioni a termine su valute nonché alle operazioni di prestito titoli, di pronti contro termine e di riporto" l'art. 76, l. fall.

Questa norma, come è noto, stabilisce lo scioglimento dei contratti di borsa a termine se il termine scade dopo la dichiarazione di fallimento di uno dei contraenti e prevede altresì che la differenza fra il prezzo contrattuale e il valore delle cose o dei titoli alla data di dichiarazione di fallimento sia versata al fallimento se il fallito risulta in credito, o sia ammessa al passivo del fallimento nel caso contrario.

Viceversa, negli Stati Uniti, il tema è stato ed è tuttora oggetto di specifico e diretto interesse, anzitutto del recente legislatore, che ha dedicato, in numerose e successive riforme, particolare attenzione alla materia, varando un nutrito corpo di disposizioni volte ad offrire una significativa (e crescente) protezione alla parte *in bonis* di una gamma sempre più vasta di contratti finanziari, e di contratti derivati nello specifico, al dichiarato fine di garantire stabilità ai mercati e pertanto di perseguire interessi di indiscusso rilievo generale.

Il contenuto e le finalità di tale riforma sono state attentamente osservate anche dagli studiosi di diritto e di finanza i quali ne hanno, in un primo tempo, condiviso l'impostazione, anche considerando la crescente massa di operazioni in derivati e le necessarie esigenze di liquidità del sistema, ma, recentemente, nell'ambito della riflessione sulle possibili cause della crisi finanziaria e dei grandi dissesti che ne sono conseguiti, hanno iniziato a riesaminarne, anche in chiave critica, il fondamento e l'adeguatezza.

La relativa disciplina è pertanto attualmente posta sotto stretta osservazione perché sospettata di dare adito a comportamenti inefficienti o di eccessivo azzardo, di accelerare o di incrementare i dissesti, disperdendo valore e creando instabilità negli stessi mercati.

Ed in effetti, come si vedrà, le regole relative alle conseguenze del fallimento sui contratti di tipo finanziario si rivelano un versante assai delicato della disciplina della crisi dell'impresa soprattutto se applicate ai contratti derivati di credito. Questi ultimi, infatti, sono generalmente stipulati e negoziati nei mercati c.d. *over the counter*, cioè in mercati non regolamentati e pertanto privi delle discipline di prevenzione delle insolvenze di mercato normalmente previste dagli ordinamenti. A stipularli sono inoltre molto spesso imprese finanziarie non sempre soggette ai controlli previsti per gli intermediari autorizzati. Tutto ciò rende questo sistema di scambi assai poco controllabile e pertanto particolarmente idoneo ad innescare processi di crisi suscettibili di ulteriori e pericolose espansioni.

2. Il dibattito in corso negli Stati Uniti sulla disciplina dei contratti derivati nel fallimento.

2.1) Le norme del Bankruptcy Code.

Per comprendere i termini del dibattito statunitense sulle possibili conseguenze di sistema legate alle diverse opzioni normative ed interpretative in materia di disciplina dei derivati nel fallimento, occorre dare un sintetico sguardo ai contenuti delle disposizioni che in quel sistema regolano la materia.

Come detto pocanzi, la disciplina del *Bankruptcy Code* in materia di contratti derivati si connota per un trattamento di protezione massima del contraente *in bonis*.

In caso di fallimento di uno dei contraenti, infatti, i contratti derivati (la quasi totalità dei tipi di contratti derivati normalmente stipulati sui mercati) di cui è parte il fallito sono esentati da molte di quelle disposizioni, applicabili ai contratti e ai crediti comuni non privilegiati, che pongono limiti e vincoli alle iniziative del contraente *in bonis* finalizzate al recupero del suo credito al di fuori delle regole del concorso.

Innanzitutto a tali contratti è inapplicabile il divieto di risoluzione automatica in caso di assoggettamento di una delle parti a procedura concorsuale, con piena validità, pertanto, delle clausole di *close-out* normalmente in essi contenute ed operanti in caso di insolvenza o di procedura concorsuale.

Pure inapplicabile è il c.d. “*automatic stay*”, cioè il divieto di azioni esecutive sul patrimonio del fallito al di fuori del consenso degli organi della procedura.

Nemmeno applicabile è la regola che sancisce l’inefficacia degli atti compiuti dal fallito in pregiudizio dei creditori.

Più specificamente il *Code* riconosce i diritti nascenti dal *master netting agreement*, contratto normativo che regola i rapporti tra le parti aderenti e che prevede lo scioglimento automatico del contratto (e/o l’accelerazione della conclusione dei contratti stipulati) in presenza di indici di insolvenza e in caso di fallimento di uno dei contraenti, con il conseguente *set off*, cioè la chiusura di tutti i rapporti in essere tra le parti, e il *cross product netting*, cioè la compensazione dei reciproci pagamenti sebbene nascenti da contratti diversi ove questi siano tutti regolati dal *master agreement* (v. USC, tit. 11, §§ 362, 546, 538, come modificati dal § 907 del BAPCPA del 2005).

Pertanto, ove sia dichiarato il fallimento di una delle parti del contratto, la controparte opera il *close-out netting* e se, come generalmente avviene, dispone di garanzie finanziarie in *cash*, può escuterle liberamente.

Quali i motivi dichiarati di questa opzione legislativa?

Essi possono essere rintracciati essenzialmente in due ordini di considerazioni.

In primo luogo c’è la preoccupazione di contenere il rischio sistemico in cui una generalizzata carenza di liquidità dovuta alla gestione di tali contratti nell’ambito della procedura potrebbe condurre i mercati finanziari.

In effetti, se non fosse applicabile la regola del *close-out*, quindi lo scioglimento del contratto in caso di fallimento di una delle parti, sarebbe applicabile la disciplina generale, con la conseguente possibilità per il curatore fallimentare di scegliere, sulla base della profittabilità di ciascuna posizione, quali contratti proseguire e quali sciogliere (c.d. *cherry picking*).

Ciò esporrebbe la controparte non solo alla perdita dei contratti più vantaggiosi, ma soprattutto all’incertezza e all’attesa delle decisioni degli organi della procedura. Se si considera che il mercato dei derivati è assai concentrato e che gli operatori sono esposti con altri contratti verso altre controparti, l’impossibilità di liquidare prontamente e con certezza le posizioni implicate nella procedura concorsuale potrebbe mettere in difficoltà il funzionamento dell’intero sistema.

La tecnica del *netting* (nelle forme sia del *netting by novation*, che in tali contratti opera periodicamente con funzione novativa del rapporto, determinando il saldo dei reciproci pagamenti,

sia del *close-out netting*, che opera nel caso in cui si verifichi uno degli eventi di *default* indicati nel *master agreement* quali causa di scioglimento anticipato del contratto) presenta poi l'indubbio vantaggio di ridurre notevolmente il rischio dell'operazione, dal momento che ciascuna delle parti risulta esposta soltanto per la differenza ottenuta dal saldo risultante dalla compensazione delle reciproche posizioni di debito e credito.

Si sostiene che questa soluzione aumenti la liquidità complessiva del sistema e che ciò sia positivo perché riduce l'ammontare del capitale immobilizzato nell'impresa e lo rende disponibile per ulteriori investimenti.

Sotto altro profilo si sottolinea come la generalizzazione della regola di *close-out* per i contratti derivati a seguito del fallimento di una delle parti non appare particolarmente pregiudizievole per il soggetto fallito, che si assume svolga attività imprenditoriale, per via della naturale fungibilità di tali contratti, ciò che li rende intrinsecamente estranei al c.d. *going concern* dell'impresa.

Si osserva che tali contratti possono essere facilmente sostituiti, che sono privi di una specificità funzionale e pertanto privi di peculiare rilievo nell'ambito degli *assets* dell'impresa fallita. Ne consegue che il loro scioglimento anticipato non potrebbe pregiudicare in alcun modo il valore dell'impresa anche laddove si voglia tentare il risanamento della stessa o la cessione in blocco dell'azienda.

2.2) I dubbi avanzati dalla dottrina sull'effettiva capacità della disciplina di prevenire e contenere il rischio sistemico.

Nonostante la ferrea determinazione del legislatore federale di implementare la segnalata disciplina speciale per i contratti derivati nel fallimento e di sostenerne le ragioni, le considerazioni appena esposte, e le soluzioni normative che vi hanno trovato fondamento, sono attualmente oggetto di una valutazione in chiave critica da parte degli osservatori, che ne evidenzia alcuni profili di inefficacia ed alcuni effetti collaterali potenzialmente pericolosi.

In primo luogo si mette in discussione l'effettiva capacità di tali norme di prevenire effetti dannosi per il sistema. Se il rischio sistemico temuto è quello della propagazione dell'insolvenza alle controparti di tali contratti laddove fallisca un contrente, si osserva che tale eventualità può, paradossalmente, materializzarsi proprio in applicazione della speciale disciplina prevista dal *Code*, che finirebbe, presenti certe condizioni, per generare effetti addirittura controproducenti per la stabilità dei mercati e la solvibilità delle imprese.

Il rischio di insolvenze a catena appare infatti alimentato non solo dalle caratteristiche intrinseche di tali contratti, quanto dalle dimensioni assunte dal fenomeno dei derivati al momento attuale, e pertanto dall'elevato valore aggregato dei contratti in circolazione (basti pensare che nel 2007 il valore nozionale dei derivati in essere superava il valore del PIL mondiale). Se si considera inoltre che tali contratti sono generalmente negoziati tra pochi e grandi operatori, è evidente che l'insolvenza di una delle parti possa avere conseguenze esiziali sulle controparti.

Ed in effetti, si sostiene, così è stato, pur nella vigenza (ed in applicazione) delle speciali disposizioni del *Code* che hanno in tal modo dimostrato la loro inidoneità a garantire il risultato ad esse affidato.

Si porta come esempio il caso del dissesto del fondo *hedge* Long Term Capital Management, titolare di contratti derivati dal valore nozionale complessivo di più di un trilione di dollari. La corsa alla chiusura di tali contratti da parte della maggioranza delle controparti rischiava di generare un crollo di fiducia dei mercati ed ulteriori iniziative di liquidazione anche di contratti diversi ed estranei al dissesto di LTCM, tanto da richiedere un intervento di sostegno della FED.

In definitiva, si argomenta che il ricorso massiccio al *close-out* di tali contratti, ove il loro valore sia molto rilevante, può produrre un rischio sistemico analogo a quello che le stesse disposizioni del *Code* vorrebbero scongiurare.

Si consideri inoltre che la salvaguardia concessa alle clausole del *master agreement* dalle regole fallimentari fa sì che siano legittime anche le iniziative di liquidazione adottate dalle controparti nel

periodo precedente la dichiarazione di insolvenza, con l'effetto di accelerare il dissesto dell'impresa in difficoltà e di impedire eventuali operazioni di ristrutturazione. Questo rischio è tanto più rilevante quando, come nel caso di LTCM, l'acquisto di contratti derivati sia stato operato con ampio ricorso alla leva finanziaria (si consideri che il valore nozionale dei derivati in essere era di circa 1,5 trilioni di dollari a fronte di un patrimonio netto di 2,5 bilioni di dollari).

2.3) *I possibili effetti collaterali della protezione accordata al contraente in bonis: il disincentivo al controllo sulle condizioni del debitore*

Su altro versante si osserva che la soluzione adottata dal *Code* può generare comportamenti inefficienti nella misura in cui riduce gli incentivi al monitoraggio sulle condizioni di rischio della controparte.

In effetti, la speciale protezione accordata ai contratti derivati nel fallimento della controparte attribuisce una sorta di privilegio *ex lege* ai crediti nascenti da tutti i contratti rientranti nelle descritte tipologie (che in tal modo acquisiscono di fatto un grado di *seniority* superiore a quello di altri crediti pure garantiti) e in questi casi, come sempre avviene quando il creditore goda di una qualche specifica garanzia, il monitoraggio sulle condizioni di rischio del debitore si riduce inevitabilmente.

Questo dato, in sé considerato, è particolarmente grave poiché gli operatori finanziari, parti tipiche di questi contratti, sono i soggetti normalmente più attrezzati ad esercitare il controllo sulle condizioni e sulle iniziative del debitore e questa attività di verifica può indirettamente giovare ai creditori *cd. non adjusting* e a quelli involontari, incapaci di controllare e valutare il rischio che corre il proprio credito e/o di rinegoziarne le condizioni.

Senza contare che la protezione concessa in questi casi al creditore di fronte al fallimento della controparte lo induce normalmente, e sistematicamente, ad opporsi alle proposte di sistemazione e superamento della crisi che il debitore possa presentare, con ciò contribuendo a determinare soluzioni di liquidazione e di disgregazione dell'impresa che potrebbero altrimenti essere evitate.

2.4) (Segue): *Il pericolo di comportamenti opportunistici.*

La riduzione delle attività di monitoraggio del debitore sulla controparte, indotta dalle norme sopra richiamate, acquista connotati ancor più preoccupanti di fronte alla possibilità che ne risultino pure agevolati comportamenti opportunistici e di eccessivo azzardo, a danno della massa dei creditori.

Si porta ad esempio il caso della AIG, grande impresa di assicurazioni che aveva venduto un'ingente quantità di *credit default swaps* relativi a strumenti finanziari collegati a mutui *subprime* (*subprime mortgage linked securities*) per un valore nozionale pari ai due terzi del suo *equity value*. Al tempo stesso aveva investito massicciamente negli stessi titoli esponendo buona parte del suo patrimonio allo stesso rischio che si era impegnata a coprire con i *credit default swaps*. Al momento del crollo dei prezzi degli immobili e della crisi dei mutui *subprime*, AIG si è trovata a subire enormi perdite del suo portafoglio titoli ed al tempo stesso esposta a coprire le perdite di terzi sulla base degli *swaps* che aveva venduto.

L'operazione è in odore di frode ai creditori *unsecured* di AIG laddove la correlazione tra la propria possibile insolvenza e la contestuale attivazione dei diritti spettanti ai compratori degli *swaps* fosse nota e deliberatamente perseguita da AIG. In tal caso, infatti, sia AIG, sia gli acquirenti degli *swaps* avrebbero guadagnato nell'operazione: la prima per aver incassato il corrispettivo di quei contratti e i secondi per la protezione garantita alle loro posizioni creditorie dalla legge fallimentare vigente.

La perdita sarebbe stata invece traslata sui creditori estranei all'operazione e privi di altre garanzie o protezione.

In un caso come questo vi sono altre responsabilità implicate: quelle delle agenzie di *rating* che avevano dato valutazione positiva all'operazione e del sistema dei controlli su un'impresa comunque soggetta a vigilanza, pertanto obbligata a gestire ed investire il proprio patrimonio secondo regole e vincoli ben precisi, regole che AIG in questo caso aveva verosimilmente eluso.

Resta certo, tuttavia, che la protezione offerta alle controparti dei contratti derivati dalla disciplina fallimentare vigente ha provveduto a depotenziare quella ulteriore attività di controllo sulla situazione del debitore che in altre condizioni il creditore avrebbe verosimilmente effettuato.

2.5) (Segue): *La regola del close-out e il possibile pregiudizio alla conservazione del valore degli assets dell'impresa.*

L'ultima obiezione che viene mossa alla disciplina in esame riguarda più strettamente la regola del *close-out*, cioè lo scioglimento del contratto in caso di fallimento di una delle parti.

Si osserva infatti che la chiusura di questi contratti non è sempre ininfluente sul valore dell'impresa fallita o insolvente e potrebbe pregiudicare la conservazione del valore dei suoi *assets* quando i contratti derivati siano stati stipulati con finalità essenzialmente assicurativa.

La speciale disciplina prevista dal *Code* dovrebbe quindi essere oggetto di un'applicazione selettiva e successiva ad una valutazione in chiave funzionale dei contratti derivati in essere. La decisione sulle sorti dei contratti cui la disciplina speciale sia giudicata inapplicabile dovrebbe essere rimessa al curatore della procedura.

Si conviene tuttavia sul fatto che il *Code* offre ben poco margine ad una simile interpretazione.

La disciplina speciale è infatti riferita ad una serie di contratti individuati per tipologia e sulla base delle loro caratteristiche strutturali. Ed in effetti, potrebbe risultare difficile operare tale discriminazione su base funzionale se si considera che anche i contratti derivati che assicurano rischi di credito hanno, o possono avere, una componente speculativa, soprattutto se, come generalmente accade, sono destinati alla circolazione e ad ulteriori negoziazioni sui mercati.

In ogni caso si sottolinea sul punto la necessità di un intervento esplicito del legislatore.

3. *Contenuti e funzione della disciplina italiana ed alcune questioni interpretative controverse.*

Come detto in apertura, l'unica disposizione che, nel diritto italiano, si occupa della materia appartiene alla disciplina del TUF.

Gli interpreti ritengono tuttavia che la norma sia di generale applicazione, e pertanto non limitata ai contratti di cui sia parte un intermediario finanziario o stipulati nell'ambito della prestazione di servizi finanziari, dal momento che l'art. 203 TUF dichiara applicabile l'art. 76 l. fall. agli strumenti finanziari derivati in sé considerati, senza ulteriori precisazioni e quindi anche ai contratti stipulati tra soggetti non intermediari (o non intermediari autorizzati).

Dal punto di vista oggettivo, si tratta di capire a quali contratti esattamente la norma si riferisca e tal fine occorre basarsi sulla definizione di strumento finanziario di cui all'art. 1, comma 2 del TUF. Tale definizione elenca una nutrita serie di tipologie contrattuali, ulteriormente ampliata dalle modifiche introdotte dal d. lgs. 164/2007. Si può pertanto ritenere che la norma si applichi alla generalità dei tipi contrattuali di derivati attualmente conosciuti, compresi tutti i contratti derivati di credito.

Infatti, se prima della novella del 2007 poteva, ad esempio, porsi in dubbio la natura di strumento finanziario di alcuni tipi di *credit default swap* collegati a crediti non incorporati in strumenti finanziari o valori mobiliari, oggi, la lettera f) della citata norma pare includere nella definizione anche tali contratti (laddove menziona "altri contratti derivati...connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure diversi da quelli indicati nelle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati").

Quanto agli accordi di *close-out netting*, le norme citate non vi fanno alcun esplicito richiamo e lascerebbero pertanto impregiudicata la verifica della loro compatibilità con la disciplina fallimentare.

Il quadro si complica tuttavia se si considera che il d. lgs. 170/2004, in materia di contratti di garanzia finanziaria, contempla espressamente tale clausola e la dichiara valida, specificando che

“ha effetto in conformità di quanto dalla stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti”.

La clausola di *close-out netting* cui è applicabile la richiamata disciplina è quella contenuta in un contratto di garanzia finanziaria o in un contratto che comprende un contratto di garanzia finanziaria (art. 1, lett. f). Dal momento che molti contratti derivati sono assistiti da garanzie finanziarie, la clausola in esame sarà per essi valida ed operante.

Non è chiaro se da tale richiamo possa desumersi un generale riconoscimento della validità della clausola di *close-out netting* anche al di fuori dei contratti espressamente menzionati dal citato decreto ed anche in deroga a disposizioni della legge fallimentare che con essa potrebbero risultare in contrasto.

Vero è che l'art. 76 fall. rende già operante all'interno del rapporto un meccanismo di tipo compensativo “tra il prezzo contrattuale e il valore delle cose o dei titoli alla data della dichiarazione di fallimento”. Tale regola viene poi adattata agli strumenti finanziari dall'art. 203 TUF, 2° comma, ove si stabilisce che, per determinare il saldo del rapporto, “può farsi riferimento anche al costo di sostituzione degli strumenti finanziari stessi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa”, con ciò evocando una tecnica di determinazione del saldo tipica delle clausole di *close-out netting* (c.d. criterio del *mark to market*). Nulla è detto tuttavia a proposito del c.d. *cross product netting*, cioè della compensazione (vera e propria) di tutte le posizioni in essere tra le parti, prevista generalmente dai *master agreements*.

Inoltre la nostra legge fallimentare contiene già una disciplina generale che ammette la compensazione dei debiti del fallito con i crediti eventualmente vantati dalla parte *in bonis* (art. 56 l. fall.), subordinandola tuttavia ad alcuni limiti e condizioni.

Segnatamente, il secondo comma dell'art. 56, l. fall. stabilisce che “per i crediti non scaduti la compensazione tuttavia non ha luogo se il creditore ha acquistato il credito per atto tra vivi dopo la dichiarazione di fallimento o nell'anno anteriore” e la dottrina prevalente interpreta questa esclusione in modo assai ampio, senza limitarla al caso in cui il credito sia acquistato a seguito di un negozio di cessione in senso tecnico, estendendola invece a tutti i casi in cui il credito sorga per atto tra vivi, verosimilmente per fissare un limite assoluto al pregiudizio recato dalla compensazione alla *par condicio creditorum*.

Se tale norma, così interpretata, dovesse risultare di generale applicazione, e non sia derogata dalle disposizioni dell'art. 203 TUF (che peraltro non si occupano direttamente od esplicitamente di compensazione), si dovrebbe ritenere che la compensazione non possa essere operata per i contratti derivati stipulati nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, o addirittura, per i crediti nati da tali contratti in quel periodo.

In particolare verrebbe posta in dubbio l'ammissibilità della compensazione operata mediante il *netting by novation* che sia effettuato nell'anno anteriore al fallimento, dal momento che la novazione produrrebbe comunque la sostituzione di nuovi contratti ai precedenti contratti estinti.

Anche il *close-out netting* operato per inadempimenti o manifestazioni di insolvenza che si siano verificati nel periodo sospetto, o per la stessa dichiarazione di fallimento, dovrebbe confrontarsi con la *ratio* del 2° comma dell'art. 56, l. fall. (riferita comunemente all'intento di evitare manovre in frode agli altri creditori) nonché con le disposizioni in tema di revocatoria ordinaria e fallimentare.

4. Impressioni e prospettive.

La normativa italiana in materia di contratti derivati nel fallimento si presenta frammentaria e disorganica, ciò nondimeno anche nel nostro ordinamento, in forza del disposto dell'art. 203 TUF, tali contratti si sciolgono automaticamente con la dichiarazione di fallimento di una delle parti; ove la differenza derivante dal saldo delle obbligazioni tra le parti sia a favore del fallito, sarà versata al fallimento; in caso contrario sarà ammessa al passivo.

La finalità di tutela di questa opzione normativa non è dichiarata e potrebbe risultare ancora incerta, vista l'estrema sintesi della disciplina.

Si può osservare, tuttavia, che già prima dell'intervento del legislatore del TUF, la dottrina proponeva l'applicazione analogica dell'art. 76 l. fall. alla fattispecie, giustificandola con le stesse esigenze di liquidità dei mercati finanziari poste a base delle discipline straniere più recenti.

E' verosimile, pertanto, che il legislatore del TUF abbia scelto questa soluzione per allinearsi, almeno in parte, a quelle che sono le regole ormai vigenti negli altri ordinamenti dei paesi evoluti (si consideri che anche in molti paesi europei vigono regole simili a quelle presenti nel sistema nordamericano) e sulla base delle stesse motivazioni che sottostanno a tali discipline.

Vero è che lo ha fatto piegando a tale scopo una norma, l'art. 76 l. fall, la cui *ratio* originaria era rivolta a proteggere non tanto l'interesse dei mercati, quanto l'integrità del patrimonio del fallito dal rischio connaturato ai contratti a termine.

Ed è anche vero che nell'ordinamento fallimentare italiano sopravvivono disposizioni la cui applicazione potrebbe in qualche modo compromettere la pronta liquidazione di quei contratti secondo le regole volute dalle parti.

In particolare, le clausole di *netting* dovrebbero confrontarsi con una disciplina della compensazione dei crediti della parte *in bonis* che evidentemente la ammette in via di eccezione alla regola del concorso perché la immagina applicata a situazioni occasionali ed in ogni caso la circonda di particolari cautele volte ad evitarne l'utilizzo a scopi fraudolenti.

E' difficile pertanto trovarla compatibile, da un punto di vista sistematico, con una compensazione di massa di numerose e rilevanti posizioni di debito e credito la cui applicazione è per giunta collegata, dalla clausola di *close-out netting*, proprio all'insolvenza o al fallimento del contraente.

Queste considerazioni potrebbero pertanto giustificare un'interpretazione restrittiva almeno di alcune clausole previste dai *master agreements*, supportata dalle esigenze di cautela e dall'opportunità di contenere l'eccesso di protezione della parte *in bonis* che oggi la dottrina statunitense segnala.

E pertanto, se all'art. 76 l. fall. non è estranea un'esigenza di tutela del patrimonio del fallito, si potrebbe interpretare la norma nel senso di escludere dallo scioglimento automatico almeno i contratti derivati che conservino comunque un valore per l'impresa fallita (come quelli stipulati per finalità assicurative) e si potrebbe subordinare l'operatività delle clausole di *netting* al rispetto del limite annuale previsto dall'art. 56 l. fall. anche se il *master agreement* in cui sono contenute sia anteriore, se il limite di cui al 2° comma debba ritenersi operante per qualsiasi atto tra vivi idoneo a generare un credito suscettibile di compensazione.

Tuttavia, queste conclusioni, non solo resterebbero dubbie sul fronte del diritto interno (ad es., la l. fall. esclude dallo scioglimento automatico il contratto di assicurazione, ma fa salvo il patto contrario, mentre l'art. 56 l. fall. esclude dalla compensazione "i crediti *acquistati* per atto tra vivi dopo la dichiarazione di fallimento o nell'anno anteriore"), ma sarebbero il frutto di un'interpretazione che contamina la funzione originaria e tipica di alcune norme fallimentari (la protezione degli interessi della massa) con esigenze di tutela in parte ad essa estranee e destinate ad essere valutate in una prospettiva di sistema più complessa.

In primo luogo, infatti, la materia dei derivati è una fattispecie che ha rilievo globale e transnazionale e la disciplina relativa dovrebbe essere tra quelle tipicamente candidate ad un'armonizzazione massima nei diversi ordinamenti.

Non avrebbe infatti molto senso puntare su soluzioni di diritto nazionale più restrittive, volte a limitare l'applicazione di quelle clausole dei *master agreements* che altrove si vedono riconosciuta piena legittimazione.

Nelle operazioni in derivati di carattere transnazionale ciò finirebbe addirittura per penalizzare le imprese residenti in paesi in cui vige una più rigorosa disciplina di tali rapporti nel fallimento, perché per esse il costo di tali contratti sarebbe verosimilmente destinato ad aumentare.

Quel che più conta è però l'impressione che in questa materia la prospettiva sistematica in cui va ricostruita la funzione della disciplina fallimentare si arricchisca di elementi ulteriori e speciali rispetto agli obiettivi tipicamente perseguiti dalle norme concorsuali di diritto comune. Soprattutto, mi pare che la disciplina dei derivati nel fallimento acquisti il ruolo di una variabile ad evidente impatto macroeconomico, al di là degli interessi tradizionalmente protetti dalla disciplina fallimentare, cioè quelli dell'impresa in crisi e dei suoi creditori e che ciò richieda una valutazione delle soluzioni adottabili nell'ambito della disciplina fallimentare che tenga conto di queste nuove e speciali implicazioni.

5. Le norme fallimentari e le misure di contrasto e prevenzione delle crisi finanziarie.

Il dibattito in corso negli Stati Uniti sull'adeguatezza delle norme fallimentari attuali in materia di contratti derivati ad indurre risultati vantaggiosi per il sistema ha messo in evidenza il loro possibile impatto su interessi diversi ed ulteriori rispetto a quelli cui le norme in tema di procedure concorsuali sono normalmente rivolte.

Da questo punto di vista penso, tuttavia, che l'analisi non debba esaurirsi nell'accertamento della inefficacia di norme troppo favorevoli agli operatori finanziari nel proteggere la stabilità dei mercati o nella rilevazione dei possibili effetti collaterali nocivi o controintuitivi che esse possono comunque generare.

Penso, invece, si debba riconoscere che la scelta del legislatore di ridurre al minimo, per la parte *in bonis*, il rischio legato all'insolvenza della controparte sia del tutto coerente con (e funzionale a) precise opzioni di politica economica che hanno ritenuto di poter legittimare la creazione di profitti attraverso un generalizzato trasferimento del rischio, secondo formule ideate e praticate dagli operatori finanziari, patrocinata dagli economisti e da ultimo avallate dal legislatore.

Il ricorso massiccio ai contratti derivati, e ai *credit default swaps* nella specie, consente una generale copertura del rischio di credito che si realizza attraverso la stipulazione diffusa e moltiplicata di simili contratti.

Questa soluzione ha il vantaggio di aumentare la liquidità del sistema perché libera risorse da destinare ad ulteriori attività finanziarie e consente alle imprese, anche a quelle bancarie, di spingere molto avanti la leva finanziaria.

Questo assetto, si osserva tuttavia, non tollera insolvenze proprio perché la liquidità è generata dall'effetto leva. Pertanto, laddove l'insolvenza si materializzi, i suoi effetti potenzialmente destabilizzanti per i mercati debbono essere neutralizzati o con interventi di sostegno dello Stato o delle autorità competenti (con oneri a carico della collettività), o comunque, attraverso una disciplina fallimentare che consenta la rapida uscita della parte *in bonis* dai contratti stipulati con l'impresa investita dalla crisi, protegga i crediti connessi a tali rapporti dalla falce concorsuale e dalle lungaggini della procedura.

Pare quindi evidente che fino a quando tali scelte di fondo sugli obiettivi che si intendono perseguire nei (e attraverso i) mercati finanziari vengano comunque confermate, una disciplina orientata alla protezione massima del contraente *in bonis* di contratti derivati in caso di fallimento della controparte si riveli assolutamente necessaria a garantire l'equilibrio complessivo del sistema.

E' noto tuttavia che le opzioni operate nell'ultimo decennio in materia di mercati finanziari dai governi degli Stati Uniti e di alcuni paesi industrializzati, vengono ora rimesse in discussione e con esse l'eccessiva deregolamentazione ed un troppo incondizionato avallo all'uso del *leverage*.

E sul punto sono ormai note le proposte di correzione che vengono prospettate su più fronti. Tra queste una più attenta disciplina degli intermediari finanziari, con l'estensione della regolazione a quegli operatori attualmente non vigilati che tuttavia offrono sui mercati prodotti e servizi potenzialmente rischiosi (*hedge funds* e simili); la previsione per tutti gli operatori finanziari di requisiti di patrimonializzazione simili a quelli richiesti alle banche (eventualmente agganciandoli al ciclo del credito), l'imposizione, in generale, di rapporti *debt/equity* meno sbilanciati per le

imprese in modo da ridurre il ricorso alla leva finanziaria. Si discute altresì se non occorra affidare tali controlli a regole ed organismi di livello sopranazionale e si valuta l'opportunità di imporre che le negoziazioni sui derivati siano effettuate su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di *trading*, con regole di maggiore trasparenza e di esecuzione non discrezionali, in grado di evidenziare le catene di rapporti e le possibili correlazioni pericolose.

Se alle soluzioni proposte si desse in qualche modo seguito, la disciplina dei contratti derivati nel fallimento perderebbe parte della sua importanza. Se i controlli delle autorità competenti riuscissero a contenere il rischio del possibile corto circuito sistemico legato alla immissione di strumenti finanziari pericolosi, se la liquidità necessaria ai mercati fosse assicurata con mezzi diversi dallo stesso debito, non vi sarebbe nemmeno più bisogno di utilizzare a tal fine le norme di diritto concorsuale, sempre che la loro reale ed attuale finalità sia quella – dichiarata – di proteggere i mercati e non già quella – sospettata – di favorire comunque gli intermediari che vi operano e le loro associazioni.

Ci si potrebbe, tuttavia chiedere se a realizzare gli obiettivi appena indicati non possa contribuire in qualche modo anche una, almeno parziale, revisione della disciplina concorsuale in materia.

Se infatti i potenziali creditori perdessero in parte la certezza di un recupero immediato ed integrale dei loro crediti, l'incentivo al monitoraggio sulle condizioni di rischio del debitore potrebbe, come è stato osservato, indubbiamente incrementarsi e con esso una maggiore disponibilità a consentire iniziative di superamento della crisi e da ultimo, forse, una maggiore propensione ad operare in condizioni di più adeguato equilibrio finanziario per evitare di essere travolti dall'insolvenza altrui.

Quanto alle possibili soluzioni sul fronte della disciplina fallimentare, idonee a perseguire questo obiettivo, penso che si potrebbe valutare l'opportunità di prevedere qualche limite alla salvaguardia degli interessi della parte *in bonis*.

Pur restando preferibile prevedere comunque il *close-out* di tali contratti in caso di fallimento di una delle parti, per le esigenze di certezza richieste della complessità e della tendenziale standardizzazione di tali rapporti, si potrebbe valutare l'utilità di rendere applicabile un qualche limite alla possibilità di *netting* delle reciproche pretese delle parti in presenza di indici di insolvenza di un contraente o, a maggior ragione, quando sia stata aperta una procedura concorsuale.

Il *netting* periodico delle pretese nascenti da vari rapporti contrattuali in essere avvantaggia principalmente i grandi intermediari che operano in derivati contraendo numerose posizioni reciproche di debito e credito e si rivela innocuo se praticato in condizioni di normalità nella vita delle imprese. Tuttavia, ove liberamente consentito anche quando una delle parti versi in stato di insolvenza, può produrre effetti che vanno al di là del pregiudizio procurato alle possibilità di soddisfacimento degli altri creditori della massa, incentivando pericolosamente comportamenti di eccessivo azzardo degli operatori nella stipulazione di negozi finalizzati al trasferimento del rischio. A tal fine potrebbe essere utile una corretta e mirata disciplina della compensazione nel fallimento, che ponga alcuni limiti alla compensabilità delle reciproche pretese nascenti da tali contratti (ad esempio vietandola nel periodo anteriore alla dichiarazione di fallimento).

La disciplina dei limiti alla compensazione in caso di fallimento subirebbe in tal caso una sorta di eterogenesi dei fini che peraltro rafforzerebbe la sua imperatività: risulterebbe infatti non tanto e non solo funzionale a garantire la *par condicio creditorum* e ad evitare che la falce concorsuale sia distribuita in modo diseguale, quanto a contenere il pericolo che certe operazioni di tipo finanziario possano garantire profitti sicuri agli operatori e consegnare le perdite all'intera collettività.

(Serenella Rossi)

Bibliografia di base

BLISS R.R.-KAUFMAN G.G., *Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral and Closeout*, in www.ssrn.com (2005);

CAPUTO NASSETTI, F., *I contratti finanziari derivati*, Milano, 2007;

DE BIASI, *Un nuovo master agreement per strumenti finanziari sofisticati*, in *BBTC*, 2001, p. 644, ss.;

EDWARDS F.R.-MORRISON E.R., *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?*, in www.ssrn.com (2004):

GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2001

LEMBO M. *Gli accordi di close-out netting*, in *Dir. fall.*, 2001, I, p. 1322, ss.;

LUBBEN S.J., *Derivatives and Bankruptcy The Flawed Case for Special Treatment*, in www.ssrn.com (2009);

MINNECI U., *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, in *Contratti*, 2009, p. 501, ss.;

MORRISON E.R.-RIEGEL K., *Financial Contracts and The New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges*, in www.ssrn.com, (2006);

PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *BBTC*, 1998, p. 51, ss.

PARTNOY F.-SKEEL D.A.JR, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *Univ. Cincinnati Law Rev.*, 2007, (75), p. 1019 ss.;

POSNER, R.A., *A Failure of Capitalism*, Cambridge, 2009;

SQUIRE R., *The Opportunistic Use of Derivatives and Other Contingent Claims*, in www.ssrn.com (2009);

SQUIRE R., *Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt*, in www.ssrn.com (2009);

ROZZI A. – BRUNO F., *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (<<over the counter>>) in Italia*, in *Società*, 2007, p. 225, ss.;

SKEEL D.A. JR., *Bankruptcy Boundaries Games*, in www.ssrn.com (2005).