

CAPITOLO PRIMO
GESTIONE ACCENTRATA
E IDENTIFICAZIONE DEGLI AZIONISTI

SEZIONE PRIMA

L'industria dei servizi di regolamento e di custodia dei titoli in forma accentrata

SOMMARIO: 1. Strutture di gestione accentrata e diritto azionario: quadro delle reciproche interazioni. – 2. Organizzazione delle strutture di regolamento: inquadramento del fenomeno in un'ottica di gestione dei rischi. – 3. *Segue*. La funzione di regolamento. Indicazione degli elementi rilevanti ai fini della determinazione del quadro giuridico in materia di identificazione degli azionisti e della loro legittimazione. – 4. Le catene di intermediazione nella detenzione di strumenti finanziari: loro interposizione tra società e soci. – 5. Tecniche di detenzione delle azioni e trasparenza dell'azionariato: profili storici e comparatistici. – 6. La gestione degli eventi societari.

1. *Strutture di gestione accentrata e diritto azionario: quadro delle reciproche interazioni.* – I sistemi economici avanzati hanno da tempo riconosciuto i limiti che la circolazione materiale dei titoli di credito pone allo sviluppo di un efficiente mercato dei capitali. Per tale ragione, tutti i più importanti ordinamenti giuridici adottano soluzioni che permettono, pur rispettando i principi relativi al trasferimento dei titoli di credito, la negoziazione di strumenti finanziari senza la necessità della tradizionale consegna della *chartula*. In generale, il passaggio dalla circolazione cartolare a quella dematerializzata è avvenuto attraverso l'esperienza intermedia della circolazione accentrata, la quale peraltro a volte permane anche negli ordinamenti che, come il nostro, conoscono la dematerializzazione in sede di emissione.

Esistono inoltre sistemi giuridici evoluti, quale quello tedesco, nei quali la dematerializzazione completa dei titoli azionari è, di fatto, sconosciuta¹.

Lo studio degli strumenti di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali ha generalmente affrontato i profili della dematerializzazione più strettamente attinenti alla disciplina tradizionale dei titoli di credito, valutando in particolare i rapporti tra nuove regole e vecchi principi in materia di autonomia, tanto in sede di circolazione quanto in sede di esercizio, dei diritti incorporati negli strumenti finanziari². Minore attenzione hanno invece ricevuto i rapporti tra le nuove tecniche di legittimazione e di esercizio dei diritti, da un lato, e gli altri profili del diritto societario e dei mercati finanziari che pure risentono delle regole sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari³, dall'altro, in tal modo trascurando la piena portata degli effetti che l'organizzazione delle imprese fornitrici dei servizi di custodia produce non solo sulle modalità con cui i diritti attribuiti ai titolari delle azioni possono essere

¹ Nell'ordinamento italiano, come noto, la prima fase dell'evoluzione normativa in direzione dell'abbandono del titolo cartaceo si è svolta nel quadro dell'autonomia privata attraverso la costituzione da parte delle maggiori banche italiane, nel 1978, della Monte Titoli s.p.a. sotto forma di società fiduciaria. Alcuni anni dopo (l. 19 giugno 1986, n. 289) la Monte Titoli ricevette la dignità legislativa di società a statuto speciale: il sistema, che operava con titoli ancora emessi in forma cartacea, funzionava sulla base di una girata speciale che, apposta sui titoli azionari, ne permetteva l'accentramento e la conseguente gestione senza attribuire alla Monte Titoli alcuna legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi e alcun potere di disposizione (LENER, *La "dematerializzazione"*, 22). Dall'emanazione del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213 (di seguito: "decreto euro") la circolazione di strumenti finanziari non presuppone invece più l'esistenza di un supporto cartaceo che incorpori materialmente i diritti oggetto dei titoli: nel caso degli strumenti finanziari quotati o destinati alla quotazione su mercati regolamentati, è venuta meno l'emissione della *chartula* su cui tradizionalmente si fondavano la disciplina e la nozione stessa dei titoli di credito. Per effetto di tali interventi, il conseguimento della legittimazione all'esercizio dei diritti cartolari deve adattarsi all'interposizione, tra i soggetti legittimati attivamente e passivamente, di entità terze: la società di gestione accentrata e gli intermediari abilitati alla tenuta dei conti in cui sono iscritti gli strumenti finanziari.

² Per un'analisi dei profili indicati nel testo si rinvia a LENER e MUSUMECI, 23 ss., nonché, successivamente alle innovazioni legislative ricordate nel testo, a CIAN, *Titoli dematerializzati*, spec. 385 ss. In un'ottica più ampia v. LENER, *La "dematerializzazione"*, spec. 41 ss. e 131 ss., nonché, più recentemente, DE LUCA, *Circolazione*, spec. 333 ss. Rileva la tendenza indicata nel testo già GUIZZI, *Il titolo azionario*, 6.

³ La comprensione della struttura industriale dei servizi di regolamento e custodia è quindi un passaggio preliminare rispetto alla determinazione dei criteri con cui può riconoscersi all'investitore la legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi, benché ciò non sia sempre segnalato in dottrina: v. in materia FERRO-LUZZI, *Azioni*, 488 ss.; PAVONE LA ROSA, *Azioni*, 1209 ss.; ID., *Circolazione*, 249 ss.; dopo la riforma, MINERVINI, *Azioni*, 1 ss.; CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati*, 11 ss.; BRIOLINI, *Partecipazione*, 33 ss.

esercitati ma anche, più ampiamente, sugli equilibri complessivi di *governance* della società quotata⁴.

La disciplina della dematerializzazione dei titoli costituisce innanzitutto una risposta al preminente interesse alla riduzione dei costi transattivi nella circolazione dei valori mobiliari (in particolare, ai nostri fini, azionari), considerati in quest'ottica prevalentemente come beni di investimento e solo secondariamente come strumenti per la legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi e patrimoniali nei confronti della società⁵. Per tale ragione, è la possibilità di investire e disinvestire rapidamente a determinare la forma giuridica e le tecniche di circolazione dei titoli di credito, mentre le modalità di esercizio dei diritti incorporati in questi ultimi si conformano ai sistemi così definiti. Il diritto societario, al contempo, continua a identificare nell'azionista il centro di imputazione delle posizioni giuridiche che hanno per controparte la società emittente. L'individuazione in concreto di chi sia "azionista" di una società le cui azioni siano dematerializzate risulta tuttavia, a volte, tutt'altro che semplice, dato che i sistemi di detenzione e trasferimento di titoli accrescono la complessità del contesto all'interno del quale si muovono le due variabili che consentono di individuare l'allocatione della qualità di azionista e, quindi, del potere di voto: lo spazio (inteso come collocazione nella serie dei soggetti a vario titolo coinvolti nella detenzione dello strumento finanziario) e il tempo. Al fine di consentire una migliore comprensione della correlazione tra diritto societario e attività di custodia dei titoli, i paragrafi successivi del presente Capitolo forniranno una sintetica descrizione delle c.d. attività di *post-trading*, mediante le quali si perviene all'adempimento delle obbligazioni sorte con la conclusione dei contratti aventi a oggetto strumenti finanziari accentrati o dematerializzati: in tale percorso, maggiore spazio verrà riservato agli aspetti che possono incidere sulla attribuzione della qualità di azionista e sulla possibilità di esercitare i diritti derivanti da tale qualità.

2. *Organizzazione delle strutture di regolamento: inquadramento del fenomeno in un'ottica di gestione dei rischi.* – L'emissione delle azioni in forma dematerializzata avviene, come noto, mediante annotazione in un conto tenuto dal depositario centrale (o società di gestione accentrata o CSD – *Central Se-*

⁴ V. chiaramente PAPA, 67 ss.

⁵ SPADA, *La circolazione*, 407 ss.; LIBONATI, *Il ruolo*, 86 ss. e *ivi spec.* 90 s. e 98 ss.; SFAMENI, 11.

curities Depository), il quale apre una partita separata per ogni categoria dei titoli di competenza di ciascun emittente (art. 83-ter Tuf), in modo tale che ogni conto contenga tutte, ed esclusivamente, le annotazioni relative a strumenti finanziari tra loro fungibili, mentre in contropartita risulteranno i beneficiari dell'accredito: questi ultimi potranno essere, nell'ordinamento italiano, unicamente i partecipanti al sistema di gestione accentrata⁶. Ciascuno di tali soggetti, nell'ipotesi in cui non abbia acquistato in conto proprio le azioni dematerializzate, provvederà poi ad accreditare i titoli a beneficio degli azionisti o degli intermediari che abbiano ricevuto da questi ultimi il relativo incarico⁷. Tale fenomeno di allocazione, per così dire centripeta, delle azioni fa sì che a un gran numero di investitori relativi a ciascuna emissione (*rectius*: a più emissioni di titoli della medesima categoria) e, in genere, a ogni ordinamento giuridico corrisponda una sola società di gestione accentrata. La caratteristica più evidente dei sistemi di compensazione e regolamento è rappresentata, pertanto, dalla loro conformazione secondo una struttura piramidale, al cui vertice si colloca idealmente il depositario centrale e la cui base è costituita dagli investitori: tra i due estremi si frappongono invece gli intermediari, in numero crescente mano a mano che ci si allontana dal vertice.

Poiché la conformazione ricordata incide notevolmente sulle tecniche di identificazione degli azionisti e sull'esercizio del diritto di voto, può essere utile analizzare brevemente l'origine di tale struttura, da ricondurre prevalentemente al fatto che l'esistenza di operatori posti in una collocazione centrale (o, se si vuole, apicale) rispetto a tutti gli altri soggetti facilita il contenimento dei rischi derivanti dall'apertura di posizioni di credito e di debito su strumenti finanziari⁸. I servizi di liquidazione, compensazione e regola-

⁶ Ossia, soprattutto, banche, Sim, Sgr, intermediari finanziari non bancari, Banche centrali, altre società di gestione accentrata e, limitatamente ai titoli di propria emissione, società emittenti (art. 13 Reg. congiunto Banca d'Italia-Consob recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione – di seguito "Reg. congiunto"; v. anche art. 81-*bis* Tuf).

⁷ Similmente a quanto accade in un bilancio, tale annotazione sui conti del depositario centrale rappresenta un'attività di quest'ultimo nei confronti dell'emittente e, al contempo, una sua passività nei confronti degli azionisti. Tale paragone ha solo un valore descrittivo nel sistema italiano, ma ha un significato più pregnante nei sistemi (in particolare anglosassoni) in cui l'interposizione dei depositari è reale.

⁸ Per semplicità espositiva il testo fa riferimento al solo regolamento della c.d. "gamba titoli" delle operazioni, senza avere riguardo alla c.d. "gamba contanti" (per la constatazione che il regolamento della gamba contante su base netta è in ogni caso effettuato con un saldo autonomo rispetto a quello relativo al sistema dei pagamenti, LO GIUDICE, *Il settore*, 11): a tale ultimo

mento complessivamente intesi possono infatti essere unitariamente considerati come un apparato diretto alla gestione di tali rischi⁹: è quindi naturale che la struttura deputata a svolgere una simile funzione assuma le forme organizzative più idonee al raggiungimento del proprio scopo, a parità di costi¹⁰.

In particolare, una volta verificate e, se del caso, rettificate le risultanze delle negoziazioni¹¹, prendono avvio una serie di operazioni coordinate allo

proposito si è soliti classificare le operazioni a seconda che il trasferimento contabile coinvolga anche la banca centrale o meno (parlandosi allora di regolamento “in moneta di banca centrale” o, rispettivamente, “in moneta di banca commerciale”) nonché in base alla natura netta o lorda del saldo contanti, in tal modo distinguendosi tra regolamento lordo su titoli e contanti, regolamento lordo su titoli e netto su contanti nonché, infine, regolamento netto su titoli e contanti (rispettivamente, DvP1, DvP2 e DvP3: BIS, 16 ss.).

⁹ L’adempimento delle reciproche obbligazioni dei contraenti rappresenta, in quest’ottica, l’evento attraverso il quale i rischi legati all’apertura delle posizioni sul mercato sono eliminati.

¹⁰ L’apertura di una posizione di credito/debito sul mercato genera, quantomeno, tre categorie di rischi che i servizi di *post-trading* sono diretti a gestire, per “rischio” intendendosi in questa sede la possibilità che sopravvengano, in capo agli operatori del mercato, perdite effettive superiori alle perdite attese (tale è, ad esempio, la nozione adottata in BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *passim*). La prima categoria comprende i rischi derivanti da eventuali errori nella trasmissione e ricezione di informazioni in sede di negoziazione (SIMMONS, 254): la prassi adottata dai soggetti abilitati affianca pertanto a una fase iniziale di registrazione degli ordini eseguiti (*trade capture*; per un’emersione giuridica di tale fase in punto di legittimazione v., con riguardo all’ordinamento francese, il § III.IV.16) una seconda fase di controllo (*trade validation*) a seguito del riscontro e dell’eventuale rettifica dei dati di negoziazione (SIMMONS, 152 ss. e 175 ss.; v. subito *infra*, nel testo). Il secondo tipo di rischio (rischio di sostituzione o di esecuzione: SIRI, 204) risiede, invece, nell’eventualità che la controparte non adempia la propria obbligazione (SIMMONS, 254 s.). Si pensi all’ipotesi in cui l’esecuzione di un contratto non abbia luogo per inadempimento del venditore di un pacchetto azionario (art. 1460 c.c.): il compratore dovrà rivolgersi nuovamente al mercato per ottenere le azioni desiderate, con il rischio che ai costi derivanti dalla mera ripetizione dell’operazione si cumulino quelli, in genere ben maggiori, di un aumento dei prezzi delle azioni (una fattispecie, quest’ultima, del più generale rischio di mercato). Il terzo rischio, particolarmente grave sia perché coinvolge l’intera esposizione della parte del contratto di compravendita sia perché in genere si cumula con il rischio di sostituzione, è il c.d. “rischio di capitale” (o “rischio di regolamento”: SIRI, 204), il quale si concretizza nell’eventualità che, dopo aver adempiuto la propria obbligazione, il contraente non riceva la controprestazione a causa di un inadempimento della controparte (art. 1418 c.c.); in questo caso, alla perdita potenziale contribuisce anche la possibilità di non riuscire a recuperare quanto già prestato qualora il debitore sia incapiente. Il rischio di sostituzione e il rischio di capitale costituiscono, insieme, la più ampia categoria del c.d. “rischio di credito di controparte”: LUSIGNANI, 244 ss.; v. anche PERONE, 5 ss.

¹¹ In Italia, questo servizio è svolto dal Sistema di Riscontro e Rettifica (RRG) gestito da Monte Titoli s.p.a. Il valore aggiunto di tale funzione, forse più propriamente riconducibile alla fase della negoziazione che a quella del *post-trading* (IERMANO, 575), è maggiore qualora le negoziazioni siano compiute presso mercati in cui operino *market maker* (mercati *quote driven*:

scopo di ridurre il rischio di sostituzione generato dalla conclusione delle operazioni di mercato: queste attività possono articolarsi secondo modelli diversi¹², solo in parte alternativi, a seconda che essi si limitino a regolare le operazioni su base lorda (art. 69, comma 1°, Tuf) oppure provvedano, prima di procedere al regolamento, al calcolo dei saldi netti delle operazioni (art. 69, comma 1°, Tuf) ovvero ancora consentano di regolare saldi, tanto netti quanto lordi, garantendone l'adempimento¹³. In ogni caso, al contenimento del rischio di sostituzione¹⁴ si perviene attraverso l'impiego dei sistemi di garanzia dei contratti (art. 68, comma 2°, Tuf) e dei sistemi di garanzia del buon fine della compensazione e della liquidazione (art. 69, comma 2°, Tuf)¹⁵, i quali svolgono una funzione sostanzialmente assicurativa con riguardo all'eventualità di inadempimento della controparte, riducendo così i fenomeni di azzardo morale e selezione avversa che deriverebbero dall'impossibilità, che caratterizza le negoziazioni concluse sui mercati regolamen-

v. art. 1(1)(8) direttiva 2004/39/CE – c.d. Mifid). Allorché vi sia una piattaforma elettronica di scambio che provveda automaticamente a incrociare le istruzioni di acquisto e vendita immesse nel sistema (mercati *order driven*), infatti, la correttezza delle risultanze delle operazioni e la loro corrispondenza reciproca è in genere già garantita dalla medesima piattaforma: LINCIANO, SICILIANO e TROVATORE, 6; v. anche SIMMONS, 187.

¹² V., anche per l'evoluzione storica del sistema, MOTTI, 349 ss. e ivi *spec.* 420 ss.

¹³ Sui vantaggi e sui costi presentati da ciascun sistema cfr. ONADO, 101.

¹⁴ Per una definizione del quale v. *supra*, nota 10.

¹⁵ In proposito, il Testo Unico della finanza conserva la distinzione, appena accennata, tra sistemi di garanzia dei contratti e sistemi di garanzia del buon fine della compensazione e della liquidazione. I primi si limitano a garantire i partecipanti contro l'insolvenza della controparte che non adempia un singolo contratto: essi intervengono, nei sistemi di liquidazione netta, prima che siano stati calcolati i saldi multilaterali (e perciò affrontano il solo rischio di sostituzione: IERMANO, 576). Proprio in ragione del momento in cui operano i fondi di garanzia dei contratti, alcuni Autori ritengono che questi vadano più propriamente inquadrati nella fase del *trading* (*ibid.*; in senso parzialmente contrario, tuttavia, D'AMBROSIO, DE FALCO e SFORZA, 199). I sistemi di garanzia del buon fine della compensazione e della liquidazione, invece, intervengono allorché si verificano insolvenze relative ai saldi risultanti dalle compensazioni multilaterali, riducendo (oltre al rischio di sostituzione) anche il rischio sistemico. A loro volta, entrambi i fondi gestiscono i rischi assunti attraverso i margini di garanzia versati dagli aderenti (SEPE, 735; PERRONE, 76 ss.). La distinzione tra le due categorie di fondi di garanzia ha origini storiche (sulle quali PLATEROTI, 476 ss.) ma sembra attualmente meno giustificata che in passato poiché i sistemi di liquidazione con saldo netto consentono, nel caso si verifichi un'impossibilità di pervenire al regolamento (*fail*), di risalire ai saldi originari (v. da ultimo VANONI, 191 ss.) ripristinando una liquidazione di tipo lordo (nel caso in cui non si raggiunga il *settlement* dopo le fasi del ciclo di regolazione notturna – che si chiude alle ore 7:00 del mattino – e diurna: MONTE TITOLI, *Manuale dei Servizi – Express II*, 4 ss.).

tati, di selezionare la controparte delle negoziazioni, che anzi rimane anonima per il contraente¹⁶.

Il sistema più diffuso per la compensazione e la liquidazione consiste peraltro nel ricorso a una controparte centrale (*central counterparty* o CCP: art. 70 Tuf)¹⁷. Questo soggetto opera, dopo la conclusione del contratto, interponendosi tra acquirente e venditore in modo tale da costituirsi come la controparte unica per ciascuno di essi: in altri termini, esso diviene acquirente nei confronti di ciascun venditore e venditore nei confronti di ciascun acquirente¹⁸. In questo modo, il rischio di sostituzione relativo alla parte originaria viene rimpiazzato dal rischio relativo alla controparte centrale e reso omogeneo per qualsiasi operazione¹⁹.

3. Segue. *La funzione di regolamento. Indicazione degli elementi rilevanti ai fini della determinazione del quadro giuridico in materia di identificazione degli azionisti e della loro legittimazione.* – Oltre ai fondi di garanzia, che assicurano l'adempimento delle obbligazioni in caso di scompensi momentanei o di insolvenze, e alla controparte centrale, un terzo sistema di riduzione del rischio di sostituzione è, per così dire, trasversale, in quanto

¹⁶ V. per l'Italia l'art. 4.1.4 Reg. dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.

¹⁷ A quest'ultimo proposito si fa riferimento, anziché alla "compensazione e liquidazione", alla "compensazione e garanzia". L'operatività delle controparti centrali sui mercati a pronti è stata inizialmente prevista con Provvedimento della Banca d'Italia del 22 ottobre 2002 e poi confermata attraverso l'eliminazione del riferimento ai soli contratti derivati in precedenza contenuto nell'art. 70 Tuf (d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170). V. ora, per le funzioni svolte dalle controparti centrali, l'art. 2 del c.d. Regolamento EMIR, approvato in via definitiva dal Parlamento europeo il 29 marzo 2012.

¹⁸ Sebbene si parli nella prassi di "novazione", non sembra in realtà possibile inquadrare il fenomeno in una novazione soggettiva poiché non solo sono modificati i soggetti del contratto originario, ma al medesimo (unico) contratto se ne sostituiscono due, simmetrici per quantità e per obbligazioni delle parti. Ritieni che il contratto concluso sul mercato preveda quale modalità di esecuzione la conclusione di due successivi contratti da stipularsi a opera di ciascun contraente con la controparte centrale PERRONE, 70 ss.; v. anche IERMANO 582 s.

¹⁹ A sua volta, la controparte centrale limita i rischi assunti ammettendo in qualità di partecipanti (diretti) al sistema solo soggetti dotati di un elevato merito creditizio nonché attraverso il mantenimento di fondi propri e grazie al versamento di margini da parte dei partecipanti. Per il caso di inadempimento, poi, operano apposite procedure (c.d. "buy-in" e "sell-out") che consentono di acquistare o di vendere azioni sul mercato addebitando al venditore o, rispettivamente, all'acquirente gli eventuali oneri derivanti da variazioni sfavorevoli del prezzo di mercato (artt. 1515 e 1516 c.c.; SIMMONS, 259 s.): per la rilevanza di tali procedure ai fini della legittimazione al voto v. § III.II.8.1.

opera sia in favore delle controparti del contratto originario sia in favore degli altri sistemi di gestione del rischio a cui si è fatto cenno fino ad ora: si tratta della riduzione dell'intervallo di regolamento. In un contesto ipotetico in cui le operazioni fossero regolate al momento stesso della negoziazione, infatti, non vi sarebbe intuitivamente spazio per alcun rischio di sostituzione. L'intervallo di regolamento ha inoltre alcune rilevanti conseguenze in materia di trasferimento della legittimazione e, pertanto, di assegnazione della qualità di "azionista" ai fini dell'esercizio dei diritti nei confronti dell'emittente. Conviene quindi soffermarvisi brevemente.

Fino ad alcuni anni or sono, il regolamento (o *settlement*) delle operazioni avveniva al termine del ciclo mensile di borsa. Ne discendeva che l'adempimento delle obbligazioni sorte sul mercato poteva intervenire fino a trenta giorni dopo la conclusione del negozio, con il pericolo che un operatore insolvente effettuasse ulteriori operazioni aumentando notevolmente il rischio sistemico prima che si potesse provvedere alla sua liquidazione. Una delle principali innovazioni nel settore del *post-trading* è stata pertanto l'introduzione del regolamento in via continuativa (c.d. *rolling settlement*), attraverso il quale ciascun contratto è eseguito – mediante consegna di titoli verso contanti – un numero fisso di giorni dopo la negoziazione. Attualmente, dopo aver operato con un intervallo di regolamento di cinque giorni, il sistema gestito dalle società italiane del London Stock Exchange Group (in particolare, Monte Titoli s.p.a. e Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a.) è allineato allo standard internazionale²⁰ in base al quale il regolamento delle operazio-

²⁰ La conclusione delle operazioni di regolamento entro il terzo giorno dopo la negoziazione fu raccomandata inizialmente da GROUP OF THIRTY, *Clearance and Settlement, passim*, e poi realizzata progressivamente (SIMMONS, 156 s.; v. ora le raccomandazioni di BANCA CENTRALE EUROPEA e CESR, 33). Per lo stato attuale cfr. GROUP OF THIRTY, *Global Clearing*. Un tentativo di ridurre l'intervallo di regolamento a un solo giorno è stato operato nel recente passato, senza successo, negli Stati Uniti: SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION (SIA), 7 ss., in cui si ipotizzò addirittura la possibilità di ottenere l'adempimento il giorno stesso della conclusione del contratto. Più significativamente, l'impossibilità di adottare un sistema di regolamento in grado di garantire il trasferimento delle azioni il giorno successivo a quello della negoziazione è stata recentemente affermata da CESAME 2, *passim* (ove, tra l'altro, si rileva come una simile scadenza imporrebbe di avviare prima della chiusura della giornata di negoziazione le operazioni di compensazione, in tal modo rendendole meno efficienti); conseguentemente, si ipotizza di adottare in futuro, in Europa, lo standard oggi seguito in Germania, il cui sistema di regolamento opera il trasferimento dei titoli entro il secondo giorno dopo la negoziazione (NOACK e ZETZSCHE, *Die Hauptversammlungslegitimation*, 2); COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal COM (2012) 73*, art. 5; COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation on Central Securities Depositories (CSDs)*, 37 s.

ni concluse sul mercato²¹ deve avvenire entro la fine della terza giornata successiva alla data di negoziazione²². Ne deriva che colui il quale acquisti un'azione sul mercato otterrà il trasferimento dei titoli sul proprio conto con un ritardo tale da consentire l'esercizio dei diritti sociali solo il quarto giorno successivo all'operazione²³: anche il mercato a pronti rappresenta quindi, in realtà, una forma di mercato a termine²⁴, per molti aspetti assimilabile a un mercato di contratti *future* a tre giorni.

L'intervallo temporale tra negoziazione e consegna dei titoli ha una grande rilevanza nella determinazione del regime di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali perché il mercato riflette tale distanza cronologica anticipando alla data di negoziazione gli effetti del regolamento. Poiché i benefici derivanti dal possesso dello strumento finanziario sono riconosciuti esclusivamente a coloro che appaiano legittimati nelle forme di legge a una certa data (in genere detta "*record date*"²⁵), il mercato sconta dal prezzo delle

²¹ Il ciclo di regolamento delle operazioni concluse fuori mercato (*over the counter*) è liberamente determinabile dalle parti (ECSDA, *Cross-Border Settlement*, 20).

²² Art. 4.1.1 Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.

²³ Ciò a prescindere dall'esatta individuazione del momento (ancora discusso in dottrina) in cui si verifica il passaggio della proprietà dei titoli dal venditore all'acquirente, un tema sul quale non mette conto soffermarsi in questa sede: v. in proposito l'opinione da ultimo ribadita da CIAN, *La gestione accentrata*, 11 s., con posizione che conferma le conclusioni raggiunte, nel previgente regime, da ID., *Titoli, spec.* 296 ss. e 350, il quale ritiene che la possibilità di ricondurre la vendita di strumenti finanziari dematerializzati al trasferimento di cose generiche debba essere valutata alla luce del contenuto del negozio traslativo – il quale può o meno, a seconda delle circostanze, contenere gli elementi sufficienti a individuare, ai fini civilistici, l'oggetto della prestazione – e che, tuttavia, l'operatività del principio consensualistico nella materia *de qua* sia difficilmente conciliabile con la struttura giuridica della circolazione dei titoli in gestione accentrata, cosicché il passaggio della proprietà debba solitamente ritenersi realizzato con l'accredito sul conto dell'intermediario beneficiario da parte del gestore accentrato. V. anche Cass. pen., Sez. V, 23 febbraio 2009, n. 7769, con i commenti di CIAN, *Trasferimento* (sostanzialmente adesivo, pur sulla base di un diverso percorso argomentativo), RAGNI (parzialmente critica) e VANONI (critica).

²⁴ Cfr. LENER, *Legittimazione all'intervento*, 2006, 82, nt. 9, e i relativi riferimenti (in particolare TUCCI, *Acquisto*, nonché Trib. Roma, 17 marzo 1994).

²⁵ In alcuni casi, il possesso (nella forma della scritturazione contabile in caso di titoli dematerializzati) sarà sufficiente per l'esercizio del diritto; in altri, occorrerà un'azione specifica da parte del titolare dello strumento (è il caso della legittimazione all'esercizio del voto nell'ordinamento italiano). Si noti che la locuzione "*record date*" è impiegata nel presente paragrafo secondo il significato generale che essa assume negli standard internazionali, per definire il momento rilevante, in base alla legislazione e alle norme statutarie applicabili, ai fini dell'individuazione nel tempo dei soggetti a cui la società è tenuta ad attribuire uno o più benefici (*distribution*). Rappresenta una declinazione di tale concetto generale l'uso della medesima

azioni il valore di tali benefici (ad esempio, dividendi e diritti di voto) dal momento a decorrere dal quale, a seconda dei tempi di adempimento di volta in volta applicabili²⁶, l'attribuzione dei benefici rimarrà in capo all'alienante (tale momento è detto "*ex date*": ne è un esempio la data di stacco cedola, per il dividendo): nessuna rilevanza ha invece, a tali fini e in assenza di specifiche disposizioni normative²⁷, il momento dell'attribuzione materiale del beneficio ("*payment date*": ad esempio, il giorno dell'assemblea per il diritto di voto o il giorno di messa in pagamento dei dividendi)²⁸. L'importanza di tale scansione temporale ai fini della legittimazione all'intervento e al voto sarà approfondita nel prosieguo dell'analisi. Per ora, è sufficiente rilevare come non tutti gli ordinamenti seguano i medesimi standard nel definire la reciproca collocazione di *ex date* e *record date*. Nella maggior parte dei paesi (tra cui l'Italia) il momento a decorrere dal quale l'acquirente non potrà vedersi riconosciuta la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali cade tanti giorni prima della *record date* quanti sono i giorni del ciclo di regolamento meno uno²⁹. In altri termini, nei

locuzione con specifico riferimento alle ipotesi in cui il beneficio assegnato al socio è costituito dal riconoscimento della legittimazione all'intervento e al voto in assemblea. In tale ambito, peraltro, il sintagma è anche impiegato, con accezione più restrittiva, al fine di definire i sistemi in cui la possibilità di intervenire e votare è riconosciuta a coloro che siano azionisti a una data rilevante, indipendentemente da alienazioni avvenute tra tale momento e quello dell'assemblea: laddove non diversamente specificato, al di fuori del presente paragrafo il termine "*record date*" fa riferimento, in questo lavoro, a tale ultima accezione.

²⁶ Il processo di regolamento si articola infatti su più cicli. In Italia, il sistema di *settlement* attualmente in uso (Express II) prevede tre cicli giornalieri di regolamento (il ciclo netto notturno, che ha termine nella prima mattinata, il ciclo netto diurno, che termina nella tarda mattinata e, infine, il ciclo lordo, che si chiude nel pomeriggio): v. MONTE TITOLI, *Regolamento operativo*, spec. artt. 11 e 13; ID., *Note to CESAME 2*. A tali cicli di regolamento fanno seguito, in senso centripeto, le quadrature operate dagli intermediari aderenti indiretti: è infatti solo con l'accredito da parte di questi ultimi che l'azionista acquista la legittimazione all'esercizio dei propri diritti (art. 83-*quinquies* Tuf). V. anche Consob, Comunicazione n. DME/RM/6004099 del 20 gennaio 2006, in cui si ritiene sussistente un generale criterio di diligenza, applicabile nei giorni a ridosso dell'assemblea, circa la tempistica delle operazioni di accredito, da compiersi «senza indugio [...] immediatamente dopo avere ricevuto la [...] conferma dal sistema» di regolamento dell'avvenuto *settlement*.

²⁷ Per un'ipotesi in cui la data di pagamento segue necessariamente di un solo giorno la *record date*, in modo tale da cadere il terzo giorno successivo alla *ex date*, v. l'art. 2.6.7, comma 2°, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. (con norma in effetti imposta dall'art. 4, l. 29 dicembre 1962, n. 1745: cfr. infatti la novella apportata, con l'introduzione dell'art. 83-*terdecies* Tuf, dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91).

²⁸ ECSDA, *Response – Part I, passim*; SIMMONS, 348 ss.

²⁹ SIMMONS e DALGLEISH, 85.

sistemi in cui il trasferimento dei titoli avviene il terzo giorno dopo la negoziazione, la *ex date* cadrà il secondo giorno precedente la *record date*³⁰, benché vi siano paesi in cui tale prassi non è seguita: ad esempio, l'ordinamento francese prevede espressamente che il trasferimento dei diritti patrimoniali³¹ cada il giorno della negoziazione dell'azione, cosicché in tali casi la *ex date* si collocherà il giorno successivo alla *record date*³².

La riduzione dell'intervallo di regolamento, abbreviando il periodo di esposizione al rischio di credito di controparte, rappresenta anche un sistema di contenimento del rischio di capitale, che del rischio di credito è la componente più rilevante³³. A un'efficace riduzione di quest'ultimo può tuttavia pervenirsi solo attraverso la contestualità dell'esecuzione delle due prestazioni del contratto di compravendita: per conseguire tale risultato, i sistemi di regolamento hanno sviluppato tecniche che, sebbene non possano assicurare l'assoluta sincronia negli adempimenti delle controprestazioni³⁴, permettono di operare il trasferimento del contante e dei titoli in modo tale da

³⁰ Ciò in quanto, secondo gli standard internazionali, la legittimazione è riconosciuta a colui che posseda i titoli nelle forme di legge al termine della giornata indicata come *record date* (la quale è pertanto classificata come "*close of day*" *date*), mentre non è vantata da colui che acquisti i titoli dopo l'inizio della giornata lavorativa indicata come *ex date* (la quale è perciò definita come una "*start of day*" *date*) (ECSDA, *Response – Part II*, 10).

³¹ Ma, si vedrà (§ III.IV.16), in quell'ordinamento un assetto analogo caratterizza, di fatto, anche il diritto di voto.

³² Pure nei paesi in cui i principi giuridici collochino il trasferimento dei titoli decorso un certo numero di giorni dalla negoziazione possono nondimeno persistere prassi di mercato che indicano la *ex date* nella giornata successiva alla *record date* (ciò che avrebbe in realtà senso in un sistema in cui il regolamento avvenisse lo stesso giorno della conclusione del contratto), in tal modo rendendo indispensabile il ricorso a meccanismi che permettano di riallocare la legittimazione in capo a colui che abbia acquistato azioni prima della *ex date* senza tuttavia essere riconosciuto dall'emittente come legittimato (c.d. "*market claims*": ECSDA, *Response – Part II*, *passim*; ID., *Report*, 21 s.; ID., *Market Claims*, 4 e 10 ss.; CORPORATE ACTIONS JOINT WORKING GROUP, 39 ss.; SIMMONS e DALGLESIH, 79 ss., 157 ss., 200, 348; EBF, *passim*). Tali rimedi si affiancano a quelli, previsti per le ipotesi di mancato regolamento nei tempi previsti, che consentono all'acquirente di inviare un ordine, rivolto al depositario dell'alienante, affinché un determinato diritto sia esercitato secondo le indicazioni fornite (c.d. "*buyer protection*": per le limitazioni di ordine temporale che tale rimedio incontra v. tuttavia CORPORATE ACTIONS JOINT WORKING GROUP, 45). Si tratta peraltro di tecniche destinate a trovare applicazione pratica in favore della sola clientela istituzionale, poiché gli intermediari italiani sono soliti garantire agli investitori *retail* il buon fine del regolamento, ad esempio attraverso la concessione di un prestito titoli (ABI, *Regolamento*, 14 s.; per un'analogha prassi adottata negli Stati Uniti v. SEC, *Concept Release*, 30 ss.; per la Germania v. THAN, *The Preliminary*, 268 s.).

³³ V. le definizioni fornite, *supra*, alla nota 10.

³⁴ LO GIUDICE, *Il settore*, 7.

eliminare i pericoli che scaturiscono dallo scostamento temporale nell'esecuzione del contratto. È intuitivo come tali tecniche possano funzionare solo in presenza di un soggetto terzo il quale garantisca che il venditore non ottenga la disponibilità del contante se non dopo aver perso la disponibilità dei titoli (e viceversa)³⁵.

Tali sistemi di regolamento si basano sulla stretta connessione tra il pagamento della gamba contanti e quello della gamba titoli delle operazioni³⁶. In alcuni casi, l'adempimento delle due prestazioni è curato dal medesimo soggetto, il quale è in grado di movimentare sia le registrazioni relative al denaro sia quelle relative ai titoli, come tipicamente accade allorché acquirente e venditore abbiano acceso i rispettivi conti presso la medesima banca ovvero, qualora ci si avvalga di intermediari differenti, nei casi in cui siano tali soggetti a disporre di conti presso il medesimo depositario. In simili ipotesi, le banche svolgono la funzione di regolamento eliminando la necessità di un intervento da parte degli intermediari più a monte nella catena di conti di deposito, sottraendo di fatto a questi ultimi tale attività³⁷. Tuttavia, poiché è necessario che per ogni operazione vi sia un soggetto terzo rispetto alle parti contraenti che assicuri l'esecuzione di ciascuna prestazione solo successivamente al trasferimento dell'oggetto della controprestazione, ciascun ordinamento vede la presenza di un'impresa che svolge tale funzione in via teoricamente residuale (ossia: unicamente qualora l'acquirente e il venditore e i rispettivi depositari e subdepositari non abbiano un conto presso la medesima banca) ma con frequenza, nella pratica, prevalente (giacché la maggior parte delle operazioni è, di fatto, regolata attraverso l'intervento di tale soggetto³⁸). Tale impresa è, appunto, la società di gestione accentrata³⁹.

³⁵ CPSS e IOSCO, 13 s.

³⁶ L'analisi condotta nel testo riguarda quindi i sistemi di regolamento che operino secondo il criterio *delivery versus payment* (DvP), in contrapposizione a quelli che consentano la consegna c.d. *free of payment* (FoP).

³⁷ LO GIUDICE, *Settlement*, 127 ss. Quanto nel testo vale perlomeno con riferimento ai sistemi nei quali, come accade in Italia e nella maggior parte dei principali ordinamenti, il regolamento di un'operazione avvenuto a un livello più basso della catena non comporta alcun coinvolgimento dei livelli più a monte.

³⁸ I dati sull'internalizzazione del regolamento (ossia sull'attività che permette di conseguire l'adempimento delle operazioni senza avvalersi dell'intervento del CSD) mostrano evidenze contrastanti, sebbene sia comune la risultanza secondo cui almeno la maggioranza relativa delle operazioni di regolamento avviene presso i depositari centrali (EUROCLEAR FRANCE, *Internalisation*; BRANCH e GRIFFITHS, nt. 18).

³⁹ Le tecniche attraverso cui i depositari centrali assicurano che i pagamenti possano av-

La presenza di una società di gestione accentrata è particolarmente rilevante ai fini della presente analisi poiché essa determina la tipica struttura piramidale dei sistemi di intermediazione nella detenzione dei titoli azionari⁴⁰: il sistema di regolamento può infatti operare beneficiando di una consistente riduzione del rischio di capitale solo se ciascun depositario può avere accesso, in via diretta o mediata da altri subdepositari, a un soggetto in grado di assicurare il regolamento in relazione a ciascuno dei titoli appartenenti a una medesima categoria⁴¹. Pertanto, gli emittenti sono tenuti a individuare un solo depositario centrale per ogni emissione di titoli (art. 83-ter, comma 1°, Tuf) e, in caso di più emissioni relative a una categoria o classe di titoli, per ciascuna categoria o classe⁴².

venire minimizzando il rischio di capitale variano a seconda del fatto che a tali soggetti sia riconosciuta o meno la possibilità di operare anche il regolamento della gamba contanti (BANCA CENTRALE EUROPEA e CESR, 48 ss.). Nel primo caso – c.d. sistema “integrato” – il CSD è spesso autorizzato come banca nell’ordinamento di costituzione poiché è necessario che il depositario centrale conceda in proprio il credito (di breve termine, spesso *overnight*) necessario per coprire i temporanei squilibri di liquidità che si verificano tra gli aderenti (ivi, 26 s. e 31 s.; SIRI, 205; la necessità di operare previa autorizzazione all’esercizio dell’attività bancaria riguarda naturalmente i soli ordinamenti in cui la mera erogazione del credito richieda tale abilitazione nonostante quanto previsto dalla legislazione europea: art. 4(1) direttiva 2006/48/CE: v. COSTI, *Banca*, 335 ss.). A causa dei rischi sistemici a cui potrebbe dar luogo un’eventuale insolvenza del depositario centrale, si preferisce in genere limitare tale primo modello organizzativo ai soli *international-CSD* (ICSD), i cui aderenti, provenienti da ordinamenti diversi, non hanno conti attivati presso un’unica banca centrale (attualmente operano in Europa due soli ICSD: Euroclear Bank, con sede in Belgio, e Clearstream Banking, con sede in Lussemburgo; v. CHRISTIE e DOSANJH, 131 ss.; LEANDRO, 388). Negli altri sistemi di gestione del regolamento, detti “interfacciati”, l’adempimento è assicurato mediante appositi flussi informativi tra banca centrale e società di gestione accentrata, la quale assicura la messa a disposizione dei titoli e del contante solo dopo la perdita, da parte della controparte, della disponibilità, rispettivamente, del contante e dei titoli (LO GIUDICE, *Il settore*, 15; MONTE TITOLI, *Manuale dei Servizi – Express II*, 17 ss.).

⁴⁰ Allo stato, la struttura industriale piramidale offre, quanto all’accertamento delle disponibilità di acquirente e venditore, vantaggi non conseguibili mediante un sistema integrato solo in senso orizzontale (per un accenno alla possibilità di una struttura non piramidale, senza tuttavia considerare le conseguenze in termini di gestione dei rischi, CIAN, *Strumenti*, 16 s.).

⁴¹ A loro volta, i depositari centrali registrano tutti i titoli della stessa specie in un medesimo conto (art. 30 Reg. congiunto). Per l’affermazione secondo cui «per ciascuna emissione può operare un solo depositario centrale», SIRI, 226 s., ove anche la corretta constatazione che «l’operazione [di regolamento] risulta semplice e sicura solo se il venditore, l’acquirente e la società i cui titoli sono oggetto di scambio sono messi in relazione dallo stesso sistema di liquidazione. Dunque, l’integrità del sistema richiede la sua unità»: problematica, in tal senso, la possibilità di dividere le emissioni della stessa società presso più depositari centrali (BANCA CENTRALE EUROPEA e CESR, *Recommendations*, 16 s.).

⁴² È quindi perfettamente possibile che vi sia, in ciascun ordinamento, una pluralità di società di gestione accentrata operanti in concorrenza tra loro per i servizi di pagamento relativi

Poiché non ogni intermediario accede al depositario centrale in qualità di aderente (i costi fissi di tenuta dei conti ne rendono più conveniente l'attivazione per volumi elevati di strumenti finanziari intermediati), la detenzione dei titoli in forma accentrata e dematerializzata comporta solitamente che i depositari presso cui gli azionisti hanno acceso il proprio conto titoli aprano a loro volta un conto presso un altro intermediario: in questo modo, come si accennava *supra*, la detenzione dei titoli avviene attraverso catene, a volte anche molto lunghe⁴³, di intermediari, le quali confluiscono, al vertice, nell'unico depositario centrale presso cui l'emittente ha emesso le proprie azioni⁴⁴. Per tale via, anche depositari non aderenti alla società di gestione accentrata possono avvalersi dei servizi da questa prestati per il tramite di uno o più intermediari, i quali in tal caso, laddove non internalizzano le operazioni di regolamento, operano come distributori dei servizi di pagamento effettuati dal depositario centrale, consentendo anche ai non aderenti di beneficiarne⁴⁵.

a titoli diversi. Le ragioni per cui ciò solitamente non avviene sono legate al fatto che l'operatività di tali soggetti presenta significative economie di scala (i costi fissi sono molto rilevanti mentre sono relativamente più contenuti i costi di gestione dei conti una volta che questi siano stati attivati) e di rete (maggiore è il numero di aderenti diretti o indiretti più è probabile che il depositario centrale riesca a prestare in modo efficace servizi di pagamento: poiché gli intermediari sono indotti ad accedere a sistemi che presentino una sufficiente massa critica di aderenti, problemi di coordinamento tra gli intermediari possono rendere difficoltosa la nascita di nuovi depositari centrali). Le ragioni per le quali, al contrario, non esiste una sola società di gestione accentrata a livello europeo sembrano derivare da alcune rilevanti barriere economiche e giuridiche all'integrazione tra diversi sistemi di compensazione e regolamento: GIOVANNINI GROUP, *First report*; ID., *Second Report*.

⁴³ La complessità delle serie di intermediari tende per di più ad aumentare con il passare degli anni (MYNERS, *Review*, 2007, 3) e potrebbe accrescersi anche in futuro (T2S TASKFORCE ON SHAREHOLDER TRANSPARENCY, *Final Report*, 3).

⁴⁴ Queste catene di intermediari rendono naturalmente più complesse le operazioni di regolamento (per una descrizione v. SIMMONS, 59 ss. e 242 ss.): difetti di coordinamento tra i soggetti coinvolti possono pertanto comportare, in ambito transfrontaliero, che gli accrediti sui conti dell'intermediario dell'acquirente precedano il corrispondente aumento delle disponibilità presso la società di gestione accentrata (v. ad es. HAENTJENS, 112, nt. 139, e 264 s.) o anche l'addebito sul conto del cedente, in tal modo dando luogo a temporanee duplicazioni dei titoli (ivi, 46 e 263 ss.).

⁴⁵ LO GIUDICE, *Settlement Internalization*, 127 ss.