

**Luiss**

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali  
Guido Carli

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI  
PALERMO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA  
DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO GENERALE

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

**La circolazione  
dei diritti negoziabili  
nei mercati regolamentati**

*A cura di*

Gustavo Visentini  
Alberto Stagno d'Alcontres

*Contributi di*

Armando Catania  
Nicola de Luca  
Gianpaolo Fernandez  
Eugenio M. Mastropaolo  
Elisabetta Sorci

LUISS | LUISS | LUISS | LUISS  
Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli  
LUISS | LUISS | LUISS | LUISS  
Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli  
Roma 2002  
Edizione provvisoria  
LUISS | LUISS | LUISS | LUISS  
Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli | Guido Carli

GIANPAOLO FERNANDEZ

## LE UNCERTIFICATED SECURITIES NEL REGNO UNITO: IL CREST

SOMMARIO: 1. *Cenni introduttivi: le esigenze del mercato.* - 2. *Il nuovo regime di dematerializzazione introdotto dalle Uncertificated Securities Regulations del 1995: il CREST.* - 3. *I titoli ammessi al CREST: il regime di volontarietà.* - 4. *L'inizio di istruzioni contraffatte.* - 5. *Bearer securities e registered securities: il sistema tradizionale.* - 6. *I registri del Crest e l'Assured Payment System* - 7. *Il transfert di titoli dematerializzati fra Common Law ed Equity: il Trust.* - 8. *L'insolvenza dell'alienante.* - 9. *La custodia dei titoli dematerializzati: la frode del custode a danno dell'investitore.* - 10. *Le garanzie reali su titoli dematerializzati.*

### 1. *Cenni introduttivi: le esigenze del mercato*

Dalla seconda metà del ventesimo secolo i mercati finanziari della maggior parte dei Paesi evoluti registrano un fenomeno del tutto nuovo. L'esponentiale diffusione di strumenti finanziari fra la massa della popolazione e la conseguente esplosione del volume delle transazioni finanziarie rendono obsolete le tecniche<sup>1</sup> tradizionalmente usate per il trasferimento<sup>2</sup> dei diritti in generale e delle *securities* in particolare. Il mercato necessita agilità: non può ulteriormente permettere che, i suoi Operatori, una volta raggiunto un accordo transattivo, debbano continuare ad indugiare in attività lente e dispendiose al "solo" fine di ottenere il concreto trasferimento del diritto a favore dell'acquirente (*settlement*).

<sup>1</sup> BENJAMIN J., *Interests in securities, A proprietary law analysis of the International Securities markets*, Londra, 2000, pp. 64-70 da conto dell'utilizzo di *negotiable instruments* (per certi versi analoghi ai nostri titoli di credito, in tema vedi più approfonditamente, infra para. 5, nt. 70), di novazione (*novation*) e cessione del credito (*assignment*).

<sup>2</sup> L'atecnicità del termine, rappresentando il fenomeno trasmissivo del diritto dal punto di vista economico, e non già giuridico, permette di indicare concisamente le varie e tra loro diversissime tecniche giuridiche utilizzabili per raggiungere il fine - trasferimento di un diritto.

Fino a quel momento il *settlement* di una cessione azionaria intervenuta nel Regno Unito<sup>3</sup> richiedeva:

- lo spostamento fisico delle azioni cedute e di uno specifico *transfer form*<sup>4</sup> dall'alienante all'acquirente;
- l'esame da parte dell'acquirente di tali strumenti cartacei e la loro successiva spedizione alla società emittente;
- la verifica da parte dell'emittente del rispetto delle regole formali e sostanziali nella compilazione del *transfer form*;
- la verifica da parte dell'emittente della non contraffazione dei *certificates*;
- la registrazione del nuovo membro nel libro dei soci (e la correlata cancellazione da esso dell'alienante<sup>5</sup>) ad opera della società emittente o dell'*ad hoc* nominato tenentario ("registrar") del libro sociale<sup>6</sup> 7;
- l'invio all'acquirente di nuovi *certificates* appositamente emessi.

Non vi è chi non comprende che le suddette operazioni, oltre a rallentare il perfezionamento dell'imponente mole delle transazioni finanziarie quotidianamente concluse nel mercato della *City*, incidono in maniera determinante nel complessivo costo di ogni singola operazione. Rimane evidente che maggiori costi transattivi disincentivano l'investimento nel mercato finanziario di ingenti capitali che vengono altrove dirottati.

Gli incredibili passi in avanti fatti dalla scienza informatica, sin dal secondo Dopoguerra, mettono in dubbio la perdurante necessità dell'utilizzo

<sup>3</sup> Ove la quasi totalità delle partecipazioni in società quotate all'*International Stock Exchange* di Londra era rappresentata da *registered securities* (v. *infra* para 5, nt. 72-75) per certi versi accostabili alle Nostre azioni nominative.

<sup>4</sup> Che deve presentare le caratteristiche dettate in maniera specifica dallo *Stock Transfer Act* del 1963, come da ultimo modificato dallo *Stock Transfer Act* del 1982.

<sup>5</sup> Ciò chiaramente nella semplicistica ipotesi che oggetto di trasferimento sia l'intera partecipazione sociale di un membro; ovviamente, nel diverso caso in cui sia ceduta solo parte di una partecipazione sociale, il responsabile della tenuta del libro sociale provvederà a decurtare dalla posizione del cedente la quota trasferita che andrà a costituire una nuova partecipazione o ad incrementarne una già esistente.

<sup>6</sup> Si consideri all'uopo che la lettera della s. 352 del *Companies Act* del 1985 obbliga ciascuna società a mantenere un libro sociale e ad inserirvi per ogni membro le generalità, l'entità della partecipazione, la data del giorno a partire dal quale è diventato socio e di quello in cui si è modificata la quota di partecipazione sociale.

<sup>7</sup> In forza della s. 361 del *Companies Act* 1985 "il libro sociale costituisce *prima facie evidence* dei dati contenuti". Pertanto l'iscrizione non ha valenza costitutiva, né dimostra conclusivamente l'entità della partecipazione dei membri. All'uopo determinante risulta, oltre alla stessa iscrizione, l'esistenza e la validità del sottostante accordo in forza del quale l'iscrizione è stata eseguita. In merito, vedi più diffusamente, *infra*, para. 2.

di strumenti cartacei ai fini della documentazione, incorporazione e trasferimento dei diritti sottostanti i diversi strumenti finanziari<sup>8</sup>.

Fino a questo momento alle esigenze di circolazione del diritto si era provveduto attraverso una *fiction iuris*. In sostanza, si era disposto che a seguito dell'incorporazione<sup>9</sup> del diritto in un supporto materiale, lo strumento cartaceo, non si dovesse più applicare la legge di circolazione dei diritti<sup>10</sup>, ma quella dei beni. Così argomentando, era venuta meno l'esigenza di ottenere dal debitore ceduto il consenso, in quanto questo era ritenuto implicito nell'emissione del titolo di credito. Venivano anche garantite l'autonomia

<sup>8</sup> Circa le numerose possibilità che Internet offre ai mercati finanziari vedi COHEN P., *Securities trading via the Internet*, in *Journal of Business Law*, 1999, p. 299-331. Circa i benefici che la dematerializzazione ha portato in relazione ai titoli rappresentativi di merci (duplicato della lettera di vettura) vedi LARYEA E., *BOLERO: Electronic Trade system - An Australian Perspective*, in *Journal of International Banking Law*, 2001, pp. 4-11; WHITAKER R. D., *Letter of credit and Electronic Commerce*, in *Idaho Law Review*, in 1995, p. 699; GREEN M. C., *Letter of credit and the computerisation of maritime trade*, in *Florida International Law Review*, 1988, pp. 221-228; URBACH A., *The Electronic Presentation and Transfers of shipping Documents*, in (a cura di) Goode R., *Electronic Banking: The legal implications*, Londra, 1985, p. 113.

<sup>9</sup> In tema di *negotiable instruments* in generale e di incorporazione in particolare si veda fra la dottrina anglosassone almeno BANK OF ENGLAND, *The future of money market instrument, Next step*, Londra, Marzo 2000, p. 7-15; BANK OF ENGLAND, *The future of money market instrument*, Londra, 1997, p. 17; RYDER F., *Byes on Bill of Exchange*, 26° ed., Londra, 1988. Nonostante l'età rimane citatissimo l'inciso del prof. EWRT J. S., in *Negotiability and Estoppel*, in *LQR*, 1900, p. 135, "The truth is that negotiable has an original and an acquired signification. Originally, it meant transferable; but afterwards it was used to indicate the effects of transfer, namely, that the transferee (1) took free from equities, and (2) could sue in his own name".

Fra la dottrina italiana si segnalano fra le pubblicazioni, più recenti, in tema di titoli di credito, almeno: LIBONATI B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999; STAGNO d'ALCONTRES A., *Il titolo di credito, Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999; TEDESCHI G. U., voce "Titoli di credito", in *Digesto disc. Priv.*, Sez. comm., XV, Torino, 1998, p. 92; MARTORANO, *Titoli di credito*, Milano, 1997; PARTESOTTI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, 1997; OPPO G., *Titoli di credito in generale*, in *enciclopedia Giur. Treccani*, Roma, 1994; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1994.

<sup>10</sup> In tema di *novation* si consulti, *Chitty on Contracts*, 28° ed., Londra, 1999, p. 1067, ove "It should be noted that the effect of novation is not to assign or transfer a right or liability, but rather to extinguish the original contract and to replace it by another"; per una interessante discussione sugli effetti della registrazione del trasferimento di una quota in uno unit trust, si veda KAM FAN SIN, *The legal nature of the Unit trust*, Oxford, 1997, p. 319 et seq.

In materia di *assignment*, oltre a *Chitty on Contracts*, op. cit. supra, p. 525 e ss., risulta estremamente chiarificatrice la ricostruzione dell'evoluzione storica dell'istituto tracciata da HOLDWORTH W. S., *A History of English Law*, vol. VIII, pp. 85-88 e 525-532.

reale<sup>11</sup> e quella obbligazionaria<sup>12</sup> del diritto trasmesso con il rispetto delle leggi di circolazione dei titoli di credito. Proprio la materialità, che aveva rappresentato il punto di forza del titolo di credito, nell'ultimo trentennio comincia a costituirne il maggior limite.

Al fine di superare l'*impasse* si comincia a parlare di *electronic settlement*<sup>13</sup> e, quindi, di due diversi modelli di decartolarizzazione: immobilizzazione e dematerializzazione delle *securities*.

In breve, per immobilizzazione<sup>14</sup> o "scorporazione della circolazione del diritto della circolazione del documento"<sup>15</sup> si intende il deposito di titoli

<sup>11</sup> Il trasferimento di un titolo di credito, secondo il diritto Anglosassone, produce effetti analoghi a quelli disposti nel Nostro Ordinamento dal Titolo V del Codice civile. In particolare, l'art. 1994, rubricato "Effetti del possesso di buona fede", richiama l'art. 1153 e dispone che:

"Chi ha acquistato in buona fede un titolo di credito, in conformità delle norme che ne regolano la circolazione, non è soggetto a rivendicazione".

<sup>12</sup> Il Nostro codice civile sancisce che il legittimato al titolo di credito acquista il diritto in esso incorporato a titolo originario e pertanto anche in violazione all'antico brocardo "*Nemo dat quod non habet*". Infatti, l'art. 1993 c.c. dispone che:

"Il debitore può opporre al possessore del titolo soltanto le eccezioni a questo personali, le eccezioni di forma, quelle che sono fondate sul contest letterale del titolo, nonché quelle che dipendono da falsità della propria firma, da difetto di capacità o di rappresentanza al momento dell'emissione, o dalla mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione".

<sup>13</sup> La necessità di sviluppare un sistema di *electronic settlement* fu sottolineata con forza già nel 1989 da un lungimirante rapporto noto come "the G30 Report": THE GROUP OF THIRTY, *Clearance and settlement systems in the world's securities markets*, New York, 1989. Circa gli sviluppi del dibattito scaturito vedi: MORGAN GUARANTY REPORT, *Cross-Border clearance, Settlement and Custody: Beyond the G30 recommendations*, 1993. Consulta il sito del G30: [www.group30.org](http://www.group30.org).

<sup>14</sup> per un inquadramento dottrinario dei problemi posti dalla immobilizzazione vedi PAPASPYROU N., *Immobilisation of securities*, in *Journal of International banking law*, 1996, p. 430 (prima parte) e 459 (seconda parte); GOODE R., *The nature and transfer of rights in Dematerialised and Immobilised Securities*, in *Butterworth Journal of International banking and financial law*, 1996, p.170 e ss.

<sup>15</sup> Secondo la nota dizione di OPPO G., *La dematerializzazione dei Titoli del debito pubblico*, in *Nomos*, 1988, 2, p. 73. In tema di immobilizzazione vedi anche: SPADA P., *La gestione centralizzate dei Titoli di Stato e il diritto comune dei titoli di credito*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1993, I, p. 785; LENER R., *Il nuovo regolamento della Monte Titoli spa*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1990, I, p. 191; PAVONE LA ROSA A., *La gestione accentrata dei valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988, I, p. 290; ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel Sistema Monte Titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, I, p. 254; SPADA P., *La Monte Titoli s.p.a. tra legge ed autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Civ.* 1987, II, p. 551; LIBONATI B., *L'amministrazione accentrata dei valori mobiliari: la Monte Titoli s.p.a.*, in *Atti del Convegno Monte Titoli, Verona, 1987*, p. 11; OPPO G., *Dal progetto alla Monte Titoli*, *Riv. Dir. Civ.* 1986, 1986, II, 445. Si veda anche LENER R., voce *Monte Titoli*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. comm.*, X, IV ed., Torino, 1994, p. 90 e ss.

cartacei di credito presso un gestore centrale, di modo che le successive negoziazioni avvengano attraverso operazioni contabili di giroconto e, quindi, senza ulteriore spostamento fisico dei titoli. Il titolo sopravvive, ma il diritto in esso incorporato viene trasferito con modalità diverse da quelle proprie dei titoli di credito.

Per contro la "dematerializzazione totale"<sup>16</sup> o semplicemente dematerializzazione<sup>17</sup> indica il completo venir meno della *chartula*. L'emissione delle *securities* non è più accompagnata dalla emissione di certificati azionari o obbligazionari, ma le azioni o le obbligazioni sono emesse "*directly on the screen*" e quindi negoziate tramite operazioni di giroconto tra i diversi tenutari di un conto presso l'emittente o presso un gestore centrale. Tale scorporazione del diritto dal titolo ha creato interessanti problematiche giuridiche.

In particolare, essendo divenuta inapplicabile la disciplina di diritto comune dei titoli di credito<sup>18</sup>, ci si è in più Ordinamenti domandato:

- se, da un punto di vista giuridico-formale, fosse o meno necessaria l'emanazione di alcune norme di *ius* speciale per ovviare al vuoto normativo;
- dal punto di vista sostanziale o di politica del diritto, in che modo l'atavico conflitto fra *security of title* e *security of transfer*<sup>19</sup> dovesse essere risolto nel nuovo contesto elettronico.

<sup>16</sup> LENER R., *La "dematerializzazione" dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, op. cit., p. 10 ss.

<sup>17</sup> Fra la dottrina in lingua italiana in materia di dematerializzazione si rinvia a: CIAN M., *Titoli Dematerializzati e circolazione "cartolare"*, Milano, 2001; CARDAELLI M. C., *L'azione dematerializzata*, Milano, 2001; GUIZZI G., *Il titolo azionario come strumento di legittimazione*, Milano, 2000; RESCIGNO M., *La nuova disciplina della dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1999, p. 212 e ss.; SPADA P., *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio (riflessioni sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1999, p. 413 e ss.; SARTORI F., *Dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999, II, pp. 275-286; CARRIERO G., *La legge di dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro it.*, 1998, V, p. 313; OPPO G., *Tramonto dei titoli di credito di massa ed esplosione di titoli di legittimazione*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, p. 645-652.

<sup>18</sup> Che, come noto, garantendo autonomia reale e obbligazionaria a colui che è legittimato all'esercizio del diritto incorporato, tutela l'acquirente di buona fede assicurandogli l'acquisizione del diritto a titolo originario.

<sup>19</sup> Sottoponiamo in merito all'attenzione del lettore un intervento ricco di spunti socio-giuridici: BENJAMIN J., *Ease of transfer and security of transfer in the security markets*, *Butterworth Journal of International banking and financial law*, Maggio 2001, p. 219 ss.

2. *Il nuovo regime di dematerializzazione introdotto dalle Uncertificatied Securities Regulations del 1995: il CREST*

Dal 15 luglio 1996 è finalmente entrato a pieno regime il CREST, il nuovo<sup>21</sup> sistema elettronico che consente l'emissione e la negoziazione di strumenti finanziari in forma dematerializzata.

<sup>20</sup> CREST, a differenza dei suoi "predecessori" (TALISMAN e TAURUS) non è un acronimo. Fra le numerose pubblicazioni apparse circa le problematiche giuridiche sollevate dal nuovo sistema di dematerializzazione si segnalano: MORE T., *Crest: time to dematerialise*, in *Law society's gazette*, 1998, p. 95; DE GAY S., *Crest goes alive*, in *Solicitor Journal*, 1996, p. 765 e ss.; MARQUAND C., *Crest and the Shareholder*, in *Solicitor Journal*, 1996, pp. 668-669; SYKES R., *Crest: convertible and redeemable shares*, in *Law society's gazette*, 1996, p. 26; BARHAM R., *Crest: the Phoenix from the Ashes of TAURUS*, in *Journal of International Banking law*, 1993, pp. 426-432.

<sup>21</sup> In questa sede ci è consentito solo un rapido accenno ai precedenti sistemi di *settlement* sviluppati dal *London Stock Exchange*: il Talisman (acronimo per "Transfer of Accounting, Lodgement for Investors and Stock Management for Jobbers") e il Taurus (acronimo per "Transfer and Automated Registration of Uncertificatied Stock").

Nel 1979 nel Regno Unito era stato introdotto il Talisman, un sistema di *settlement* elettronico basato su operazioni di giroconto. Per comprendere il funzionamento di tale sistema è opportuno distinguere i suoi due diversi momenti storici. Infatti, il sistema Talisman dapprima si "limitava" ad immobilizzare le azioni emesse a favore di SEPON Ltd (*Stock Exchange Pool Nominee*, la società prestatore all'uopo costituita), intestatario fiduciario, ed a trasferire i diritti sottostanti le partecipazioni tramite operazioni di giroconto "registrate" nei registri di SEPON Ltd. In un secondo momento, e per inciso a far data dall'entrata in vigore della s. 185 del *Companies Act* del 1985, quando non vengono più emessi i certificati azionari relativi alle quote sociali intestate alla Sepon Ltd si è, invece, in presenza della totale dematerializzazione degli strumenti finanziari.

Il progetto del 1988 che avrebbe dovuto sviluppare il TAURUS è miseramente naufragato nel Marzo del 1993, quando il *London Stock Exchange* né ha annunciato il fallimento. Notevoli erano, infatti, le problematiche giuridiche poste dal progetto che avrebbe consentito (*rectius*: imposto, dato il carattere obbligatorio del Sistema) l'emissione e il trasferimento di strumenti finanziari dematerializzati a favore degli investitori membri del Taurus. L'ambizioso quanto complesso progetto addirittura prevedeva la creazione di un nuovo diritto reale sulle *securities*. Secondo la normativa introdotta (*Uncertificatied Securities Regulations* del 1992), infatti, l'investitore acquisisce nel momento in cui il proprio nominativo viene inserito nei registri elettronici tenuti dal Taurus (in seguito ad una transazione finanziaria) il c.d. *entitlement*, il diritto a essere inserito nel registro tenuto dall'emittente (o ad indicare il nominativo della persona da inserire).

Cfr. BARHAM R., *Crest: the Phoenix from the Ashes of TAURUS*, op. cit., pp. 426-432; WILKINSON S., *The collapse of Taurus*, in *International Company and Commercial Review*, 1993, VI, pp. 207-209; FRASE D., *Dematerialisation and Taurus*, in *Butterworth Journal of International Banking*, 1991, pp.70-78 (prima parte) e pp. 124-129 (seconda parte); MERCER C., *Taurus and the London Stock Exchange paperless securities transfers*, in *Computer Law and practice*, 1991, pp. 238-244; CHALTON S., *Dematerialisation of Financial instruments*, in *Computer Law and Practice*, 1990, pp. 30-34.

con  
GR  
Yor.  
REF  
1993

vedi  
1996  
*rights  
and f*

pubbi  
*La g  
Com  
Bors.  
mobil.  
dell'a  
Titoli  
B., I  
Conv  
Riv. I  
Disc.*

Per rintracciare il dispositivo legislativo che consente una così vistosa deroga al regime di *ius commune* occorre volgere lo sguardo al paragrafo 207 del *Companies Act* del 1989. Tale norma autorizza il Ministro del Tesoro ad emanare "by regulations" le disposizioni necessarie a consentire che la titolarità agli strumenti finanziari possa essere evidenziata e trasmessa "without a written instrument"<sup>22</sup>.

Il Ministro del Tesoro con le *Uncertificated Securities Regulations* del 1995<sup>23</sup> ha adempiuto al gravoso compito che gli era stato affidato, dettando tutte le numerose disposizioni che era necessario emanare.

Riteniamo opportuno, al fine di consentire una piena comprensione della rivoluzionaria portata delle novità introdotte, accennare ai principi cardine del diritto societario inglese che ora si vengono ad intaccare e pertanto, *in primis*, alle modalità ordinarie di trasmissione della titolarità delle partecipazioni sociali.

Il *Companies Act* del 1985, sulla scia dei suoi predecessori<sup>24</sup>, introduce per le quote di partecipazione sociale in *companies* di diritto inglese un regime di nominatività obbligatoria<sup>25</sup>.

Infatti, dal combinato disposto dai suoi paragrafi 183<sup>26</sup>, 185<sup>27</sup>, 186<sup>28</sup>, 352<sup>29</sup> e 361<sup>30</sup>, si evince chiaramente che la titolarità di alcune *shares* si acquista

<sup>22</sup> La s. 207 testualmente recita:

"The Secretary of State may make provision by regulations for enabling title to securities to be evidenced and transferred without a written instrument".

<sup>23</sup> Approvate secondo il procedimento richiesto dalla s. 207 (9) da ambedue i rami del Parlamento con lo *Statutory Instrument* (SI) 1995/3272 del 18 dicembre 1995, entrato in vigore il 19 dicembre del 1995.

<sup>24</sup> Fra i quali da ultimo il *Companies Act* del 1981.

<sup>25</sup> Fanno eccezione a tale principio gli *share-warrants*, dei titoli al portatore che la società, ai sensi della s. 188 del *Companies Act* 1985, può emettere in relazione ad azioni interamente liberate, se all'uopo specificatamente autorizzata dallo statuto sociale. Posto che la titolarità all'acquisto delle sottostanti azioni si trasmette con il semplice trasferimento del possesso del *warrant*, questo costituisce un titolo al portatore. Pertanto gli *share-warrants* devono essere distinti dai più diffusi *warrants* (opzioni) che, conferendo al portatore il semplice diritto di acquistare azioni dalla società ad un prezzo determinato, in un giorno specifico o entro un determinato termine, non rendono il loro portatore socio. Infatti, il portatore di un *warrant* ordinario diventa socio quando e se egli esercita l'incorporato diritto di acquistare il quantitativo indicato di azioni.

<sup>26</sup> L'art. 183 dispone che:

"It is not lawful for a company to register a transfer of share in or debenture of the company unless a proper instrument of transfer has been delivered to it...".

<sup>27</sup> L'art. 185 dispone che:

"... every company shall

(a) within 2 months after the allotment of any of its shares... and

(b) within 2 months after the date on which a transfer of any shares... is lodged with the company,

con l'iscrizione nel libro sociale<sup>31</sup> ottenuta in seguito ad una valida transazione. La validità della transazione sottostante il trasferimento delle azioni rileva ai fini della acquisizione della titolarità delle quote sociali *quibus*. Infatti, ai sensi della s. 359 del *Companies Act* 1985, il Tribunale<sup>32</sup>, nel caso in cui il nome di una persona sia, senza *sufficient cause*, inserito nel registro dei soci o da esso omesso, può intimare alla società di rettificare il registro stesso.

Nel regime ordinario la società emittente, ricevuti i certificati azionari intestati all'alienante, registra nel libro sociale il nuovo socio e provvede ad inviargli i nuovi certificati a lui intestati e *ad hoc* emessi. Sebbene sia il certificato azionario che il libro dei soci, ai sensi del *Companies Act*, costituiscono *prima facie evidence* dei diritti documentati, in situazioni di non corrispondenza al secondo viene riconosciuta una più solida efficacia probatoria<sup>34</sup>.

Passiamo ora ad esaminare alcune delle caratteristiche salienti del nuovo regime introdotto dalle *Uncertificaded Securities Regulations* del 1995.

In primissima battuta, può essere osservato che, nonostante il dettato normativo (per inciso la Parte II delle *Regulations*<sup>35</sup> e lo *Schedule I*<sup>36</sup>) lasci chiaramente presagire la compresenza nel mercato finanziario londinese di diversi Operatori e, quindi, di diversi sistemi di dematerializzazione, di fatto ad oggi solo un Operatore, Crestco, ha ottenuto le necessarie autorizzazioni governative. Pertanto, per comprendere l'odierna configurazione del sistema di dematerializzazione britannico, occorre tener conto anche delle condizioni

*complete and have ready for delivery the certificates of all shares... allotted and transferred...*"

<sup>28</sup> L'art. 186 dispone che:

"A certificate, under the common seal of the company specifying any shares held by a member is ... *prima facie evidence*... of his title to the shares".

<sup>29</sup> L'art. 352 dispone che:

"Every company shall keep a register of its members and enter in it the particulars required by this section"

<sup>30</sup> L'art. 361 dispone che:

"The register of members is *prima facie evidence* of any matters which are by this Act directed or authorised to be inserted in it".

<sup>31</sup> Che viene richiesta dall'acquirente recapitando alla società i certificati azionari ottenuti dall'alienante unitamente ad un *transfer form* siglato da ambedue le parti.

<sup>32</sup> Su istanza della persona stessa, di un socio o della società.

<sup>33</sup> Cfr. le già citate ss. 186 e 361.

<sup>34</sup> Si vedano in tal senso le lucide considerazioni espresse da DAVIES P. *Gower's principles of company law*, 6° ed., Londra, 1997, p. 344-345.

<sup>35</sup> le Regs. da 4 a 13 dettano le modalità attraverso cui "A person may apply to the Treasury for their approval of him as operator of a relevant System".

<sup>36</sup> Lo *Schedule I* descrive i numerosi requisiti, specialmente in termini di sicurezza, che un ente deve garantire per essere autorizzato come Operatore.

co  
GI  
Yo  
RE  
195

vec  
195  
nigh  
and

publ  
La  
Con  
Bor:  
mobi  
dell'a  
Titol  
B.,  
Con  
Riv.  
Disc

contrattualmente imposte dal CREST agli operatori del mercato. Infatti, solo coloro che accettano le condizioni contrattuali predisposte dal Crest, diventando *Crest-members*, hanno la possibilità di giovare delle interessanti agevolazioni introdotte.

Crest è un sistema di *settlement* che si distingue da numerosi altri sistemi di *settlement*, come ad esempio Euroclear<sup>37</sup> e Clearstream Banking, Luxemburg ("Clearstream")<sup>38</sup>, in quanto non assume le vesti di custode centrale presso cui vengono immobilizzati<sup>39</sup> gli strumenti finanziari ammessi. Gli strumenti finanziari ammessi nel sistema Crest non sono immobilizzati per un semplice motivo: rispetto ad essi non sono emessi certificati, neanche certificati globali<sup>40</sup>.

Il Crest in base alla Reg. 2 (1) è "un sistema elettronico che permette alla titolarità su strumenti finanziari dematerializzati di essere evidenziata e trasferita senza strumenti cartacei".

Il sistema-Crest è operato da Crestco, uno *special purpose vehicle* controllato da una settantina di operatori del mercato finanziario londinese.

Crestco non è titolare delle *securities* dematerializzate, in quanto nel registro degli emittenti queste vengono registrate a favore dei diversi *Crest-members*. In questo senso Crestco non si interpone in "the chain of ownership"<sup>41</sup> fra l'emittente e l'investitore.

Le *Uncertificated Securities Regulations*<sup>42</sup>, come da ultimo modificate dalle *Uncertificated Securities (amendment) Regulations 2000*<sup>43</sup>, disponendo che le *securities* possono essere "*evidenced and transferred without a written instrument*"<sup>44</sup>,

<sup>37</sup> Per reperire interessanti notizie sul quadro normativo di riferimento in generale e in particolare sul Decreto Reale belga n. 62 del 10 Novembre 1967, come modificato dalle successive novelle, si rinvia a GUYNN and TAYAR, *Modernising Securities ownership, Transfer and Pledging Laws*, Londra, 1996. Si segnala anche il sito [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com).

<sup>38</sup> Clearstream, entità di diritto lussemburghese, precedentemente nota come Cedel, ha assunto l'attuale denominazione nel 2000 in seguito alla fusione con la tedesca *Deutsche Borse Clearing*. Clearstream è soggetta al Lussemburghese decreto Gran-ducale del febbraio 1971. Si consulti per reperire le condizioni generali di contratto che occorre accettare per diventare membri di Clearstream [www.clearstream.com](http://www.clearstream.com).

<sup>39</sup> Il prof. TENNEKON R., *The law & regulation of International Finance*, Londra, 1991, p. 9, nota che la pratica di emettere un solo *global note* in relazione ad una emissione, emersa negli anni '50 in relazione agli Eurobonds, solo in un secondo momento si è diffusa anche in relazione a diversi strumenti finanziari.

<sup>40</sup> In tema di immobilizzazione si rimanda all'acclamato saggio del Prof. GOODE R., *The nature and transfer of the rights in dematerialised and immobilised securities*, in *Butterworth Journal of International Banking*, 1996, p. 168.

<sup>41</sup> Per l'Ordinamento inglese, infatti, anche non solo i beni, ma anche i diritti possono formare oggetto di proprietà. Vedi al riguardo il para. 5, nt. 66.

<sup>42</sup> SI 1995/3272.

<sup>43</sup> SI 2000/1682.

<sup>44</sup> Cfr. Reg. 2 (1).

legittimano una vistosa deroga al *ius commune*. Infatti, vengono così disapplicate le norme del diritto societario inglese che richiedono l'emissione di certificati azionari<sup>45</sup> e le norme di *Property Law* che richiedono un documento scritto per il trasferimento dei diritti<sup>46</sup>.

Per gli strumenti dematerializzati il processo di trasferimento è sostanzialmente differente da quello predisposto in via ordinaria dal diritto societario inglese.

*In primis*, alienante ed acquirente<sup>47</sup>, raggiungono, solitamente giovandosi delle facilitazioni offerte dal SEAQ (the *Exchange's Automated Quotations System*), un accordo sui termini della transazione. Questo contratto non ha effetti reali, ma esclusivamente obbligatori. Esso pone in essere un mero rapporto obbligatorio avente ad oggetto il trasferimento dei titoli e come controprestazione il pagamento del prezzo pattuito.

Quindi, le parti inviano all'Operatore del Sistema (CREST), e non già direttamente all'emittente, per via telematica delle *properly authenticated dematerialised instructions* con cui richiedono di dare esecuzione alla transazione. Il CREST, verificata la presenza di certe condizioni<sup>48</sup>, effettua il *settlement* della transazione. In pratica il CREST:

- modifica le risultanze contabili dei registri che mantiene, sottraendo dalle *securities* registrate a nome dell'alienante la quantità stabilita (che ovviamente viene accreditata nel conto dell'acquirente) e accreditando a favore dell'alienante il prezzo pattuito (il cui valore viene addebitato sul *Cash Memorandum Account*, CMA, intestato all'acquirente);
- invia alla società emittente l'ordine di modificare il libro sociale in conformità.

Da quanto appena esposto risulta evidente la compresenza di due diversi registri, quello tenuto dal CREST e quello tenuto dall'emittente. La corrispondenza tra le risultanze di questi ultimi è assicurata dalla Reg. 20 (1)<sup>49</sup> che impone all'emittente la registrazione degli ordini di trasferimento trasmessi dal Crest. La tempestività dell'aggiornamento dei libri sociali è assicurata contrattualmente: le società emittenti per aderire al CREST devono

<sup>45</sup> le Regs. 14 e 15 di fatto disapplicano i paragrafi 183 e 185 del *Companies Act* del 1985 (vedi note 26 e 27).

<sup>46</sup> La Reg. 32 (5) disapplica i paragrafi 53 (1) (c) e 136 del *Law of Property Act*.

<sup>47</sup> solitamente due operatori professionali del mercato finanziario.

<sup>48</sup> Circa le condizioni vedi più diffusamente nel para. 7.

<sup>49</sup> A mente della quale "*a participating issuer shall register a transfer of title to uncertificated units of a security on a register of securities in accordance with an Operator-instructions unless...*".

ci  
G  
Y  
R  
15  
  
ve  
19  
rig  
an  
  
pu  
La  
Co  
Bo  
mo  
deli  
Tit  
B.,  
Co:  
Riv  
Dis

impegnarsi<sup>50</sup> ad aggiornare il proprio libro sociale entro due ore<sup>51</sup> dal momento in cui ricevono dal Crest l'ordine di trasferimento.

Solo l'iscrizione nel libro sociale, e non già nei registri contabili tenuti dal Crest, conferisce la piena titolarità sui titoli. Tuttavia, l'emittente deve registrare tutti gli ordini di trasferimento, salvo il (raro) caso in cui si presenti una circostanza esimente<sup>52 53</sup>.

Ebbene, nell'ordinamento giuridico inglese vengono a convivere due diverse *species* dell'unico *genus* "securities": le *certificated securities* che continuano ad essere rappresentate da strumenti cartacei e le *uncertificated securities*, che si trovano in forma dematerializzata. In relazione alle prime continua a trovare applicazione solo ed esclusivamente il regime di *ius commune*, in relazione alle seconde trova applicazione in via esclusiva la nuova disciplina. All'uopo la Reg. 2 (2) stabilisce che "il trasferimento di una *uncertificated securities* deve essere disposto con le modalità prescritte dalle *Regulations*". Di contro, la Reg. 23 (7) dispone l'inefficacia di qualsiasi iscrizione nel libro sociale relativa a *dematerialised securities* conseguita tramite modalità diverse da quelle prescritte dalle *Regulations*<sup>54</sup>.

### 3. Titoli ammessi al CREST: il regime di volontarietà

Le *Uncertificated Securities Regulations* dettano le modalità attraverso cui può essere trasferito il diritto di proprietà su azioni e su altri strumenti

<sup>50</sup> Cfr. i *Registrars Service Standards* che fanno parte delle *Crest Rules*; vedi anche CREST: *The legal framework*, Londra, Marzo, 1998. Entrambi sono reperibili nel sito [www.crestco.co.uk](http://www.crestco.co.uk).

<sup>51</sup> BENJAMIN J., *Interest in securities, A proprietary Law analysis of the International Securities markets*, op. cit., p. 204, riferisce che la maggior parte delle emittenti aggiorna i propri libri sociali nel giro di 45 minuti e che addirittura alcune riescono a modificarli in 10 minuti. Risulta evidente che tale celerità sarebbe irraggiungibile se i paragrafi 722 e 723 del *Companies Act* non avessero oculatamente consentito alle società (o al tenentario dei libri sociali) l'utilizzo di registri in forma elettronica.

<sup>52</sup> In base alla Reg. 23 (1), l'emittente non deve registrare siffatto ordine:

- qualora gli sia impedito da un decreto del Tribunale o da una disposizione di legge;
- quando è a conoscenza che la persona indicata come acquirente è deceduta.

<sup>53</sup> In base alla Reg. 23 (2), l'emittente può rifiutarsi di registrare un ordine di trasferimento:

- qualora la persona indicata come acquirente non è né una persona fisica, né una persona giuridica;
- qualora la persona indicata come acquirente risulta minore.

<sup>54</sup> Il testo in lingua inglese della Reg. 23 (7) dispone che:

"Any purported registration of a transfer of title to an uncertificated unit of a security other than in accordance with this regulation shall be of no effect".

finanziari nominativi (*registered securities*) emessi da società incorporate in Inghilterra, Galles, Scozia o Irlanda del Nord.

Gli strumenti finanziari che assumono la forma di titoli al portatore (*bearer securities*) devono essere *repackaged* in titoli nominativi per diventare inseribili nel Crest.

Le *Regulations* tacciono circa la possibilità di immettere nel Crest strumenti finanziari emessi da Ordinamenti giuridici diversi da quelli del Regno Unito (v. sopra). Da tale silenzio non si può desumere per nulla un divieto. Infatti, ciascuno Stato è libero di stabilire se e a quali condizioni gli strumenti finanziari emessi dalle proprie società possono essere immessi nel Crest. Al momento in cui scriviamo solo l'Isola di Man, l'Irlanda<sup>55</sup> e lo Jersey hanno concesso alle emittenti incorporate nel proprio territorio tale opportunità. In assenza della necessaria legislazione permissiva, gli strumenti finanziari esteri possono essere ammessi al Crest dopo essere stati opportunamente *repackaged* in titoli di emittenti britanniche.

Seguendo l'ormai classica classificazione del Lener<sup>56</sup>, il dettato legislativo inglese potrebbe essere etichettato come sistema di dematerializzazione totale facoltativa. Infatti, le *Uncertificated Securities Regulations* non impongono la dematerializzazione di tutti gli strumenti finanziari<sup>57</sup> emessi da emittenti del Regno Unito, ma si limitano a consentirla.

Vige in materia un regime di totale volontarietà: un valore mobiliare [che per legge può essere tenuto (e negoziato) in forma dematerializzata] in concreto è tenuto (e negoziato) in forma dematerializzata solo se ciò è espressamente consentito da Crestco, dalla società emittente e dal singolo socio.

Crestco ha un evidente incentivo finanziario ad ammettere nel sistema tutte le classi di azioni eleggibili. Sebbene le *Regulations* non confinino l'ammissibilità al Crest agli strumenti quotati, di fatto, solo pochi titoli non quotati<sup>58</sup> sono negoziati attraverso il Crest.

<sup>55</sup> Attraverso il *Companies Act* 1990 e le *Uncertificated Securities Regulations* del 1996 (SI 1996/68).

<sup>56</sup> Vedi LENER R., *La dematerializzazione dei titoli azionari ed il Sistema Monte Titoli*, op. cit., pp. 10 e ss., specialmente p. 18, ove l'Autore, a dir il vero, afferma che non si può avere dematerializzazione totale, ancorché facoltativa, qualora sia lasciata la facoltà di ritirare i titoli dal sistema.

<sup>57</sup> Come notabilmente fanno in Francia la legge finanziaria del 1981 (a norma della quale i valori mobiliari "ne sont plus matérialisés que par une inscription en compte") e in Italia il d. lgs. 213 del 1998 rispetto ai soli "strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati (art. 28).

<sup>58</sup> Per intenderci quelli ammessi all'A.I.M. (*Alternative System Market*) in cui sono scambiati i titoli che, pur non rispettando i requisiti necessari per essere *fully listed* (ad esempio, la disponibilità dei bilanci relativi all'ultimo triennio), sono negoziati frequentemente.

Anche gli emittenti sono fortemente incentivati a prestare il proprio consenso, dati i considerevoli risparmi che il nuovo metodo di trasferimento permette. Per di più gli emittenti che non dovessero aderire alle nuove metodologie di scambio resterebbero gravemente danneggiati, data la mancata propensione degli investitori ad investire in titoli cartacei (vedi il paragrafo seguente). Sono anche predisposti procedimenti "speciali" per consentire alle società di prestare il proprio consenso a favore dell'ammissione al Crest dei titoli emessi<sup>59</sup>.

Infine, quand'anche una specifica categoria di titoli è stata ammessa al regime di dematerializzazione, spetta al singolo investitore la facoltà di continuare a tenere i propri titoli in forma cartacea. Infatti, per convertire un titolo cartaceo in forma dematerializzata occorre lo specifico consenso del titolare espresso per iscritto o inviato sotto forma di "*properly authenticated dematerialised instruction*"<sup>60</sup>. Resta inteso che la scelta operata dal singolo può essere in ogni momento sovvertita esprimendo la volontà di riconvertire il titolo in forma cartacea, salvo il caso in cui la prima scelta era stata dichiarata irrevocabile<sup>61</sup>.

Nonostante tale ampia facoltà di scelta, la stragrande maggioranza degli investitori si è di buon grado giovata della nuova normativa e dei minori costi transattivi che questa comporta rispetto alla normativa tradizionale.

Le *Uncertificated Securities (Amendment) Regulations* del 2000, modificando il testo originale della Reg. 28, consentono alle società di emettere strumenti finanziari in forma dematerializzata che non possono essere certificati

---

<sup>59</sup> Invero, le *Regulations* sono state disegnate in modo da facilitare l'assunzione di decisioni societarie in favore del Crest. In linea di principio, le partecipazioni sociali possono essere mantenute in forma dematerializzata solo ove ciò sia consentito dallo statuto sociale. Pertanto, qualora lo statuto richieda l'emissione di certificati azionari attestanti la quota di partecipazione sociale, sarebbe, in via ordinaria, necessario convocare un'assemblea sociale ed ivi assumere una deliberazione modificativa dello statuto. Tuttavia la Reg. 16 consente agli amministratori di modificare con una loro deliberazione lo statuto sociale e quindi di autorizzare l'ingresso dei titoli sociali nel Crest (purché di tale deliberazione consiliare sia dato avviso ai soci in via preliminare o anche susseguente). A tutela dei soci le Regs. dispongono che l'assemblea sociale, convocata in via ordinaria, può con deliberazione assunta a maggioranza relativa ribaltare gli effetti della deliberazione degli amministratori.

<sup>60</sup> Cfr. la Reg. 27 (2).

<sup>61</sup> In tal caso, infatti, viene meno la ampia facoltà riconosciuta all'investitore di modificare, ogni volta che lo ritiene opportuno, la forma in cui sono tenuti i propri valori mobiliari. Tale facoltà viene attribuita in via generica dallo Schedule I, paragrafo 13 ed è ribadita in maniera dettagliata dalle Regs. 26 e 27.

#### 4. *L'invio di istruzioni contraffatte*

Non giocando più alcun ruolo di rilievo nel nuovo sistema la carta (essendo stati soppressi non solo dei certificati azionari, ma anche le *transfer forms*) è stato necessario assicurare affidabilità sulle *dematerialised instructions*. È stato, quindi, stabilito che Crestco, i brokers membri del Crest e le società emittenti devono accettare che le *properly authenticated dematerialised instructions* ricevute:

- contengono informazioni corrette;
- sono state inviate con la autorizzazione di chi risulta mittente.

Come rovescio della medaglia, viene disposto che nessuno può negare che le *properly authenticated dematerialised instructions* che ha inviato:

- contengono informazioni corrette;
- sono state inviate con le necessarie autorizzazioni.

Ovviamente il maggior rischio che un sistema di dematerializzazione totale dei titoli comporta è che le emittenti possano ricevere istruzioni che sembrano provenire dall'Operatore del Sistema, ma che in realtà sono state prodotte da fonti ad esso esterne. In tal senso, in forza dello *Schedule 1*, paragrafo 5, ciascun sistema di dematerializzazione (come abbiamo già accennato *supra*, ad oggi solo il Crest) per ottenere la necessaria autorizzazione governativa deve presentare caratteristiche tali da minimizzare la possibilità che terzi estranei possano inserirsi nel sistema o che possano modificare istruzioni inviate dai partecipanti del sistema.

Tuttavia, tale possibilità non può essere del tutto esclusa, pertanto, opportunamente la Reg. 30 ha previsto che chi subisce un danno, in conseguenza di una istruzione dematerializzata contraffatta (*forged*), può ottenere dal giudice un decreto che ingiunga a Crestco di risarcire il danno. Occorre sottolineare che tale azione risarcitoria incontra due maggiori limiti:

- Primo. Crestco si libera da ogni responsabilità risarcitoria, se identifica il responsabile della istruzione contraffatta (quantunque risulti impossibile per il danneggiato ottenere da quello pieno risarcimento dei danni subiti)<sup>62</sup>.
- Secondo. La corte giudicante nello stabilire la misura del risarcimento a carico del Crestco non può superare il limite dettato: £ 50.000<sup>63</sup>.

<sup>62</sup> cfr. Regulation 30 (4).

<sup>63</sup> Corrispondente a circa 160 milioni di Lire o a 85.000 €.

### 5. *Bearer securities e registered securities: il sistema tradizionale*

Appare opportuno tracciare, in via preliminare, una ricostruzione della natura giuridica delle *securities* per cercare di comprendere a pieno la portata degli effetti della dematerializzazione su tale natura.

Gli strumenti finanziari emessi nel Regno Unito possono assumere la forma di *bearer securities* o di *registered securities*.

Le *bearer securities* vengono emesse sotto forma di strumenti cartacei contenenti la promessa dell'emittente di pagare al *bearer* (portatore) dello strumento. In forza di una finzione legale si assume che lo strumento non si limita a rappresentare il debito dell'emittente e/o gli altri diritti sottostanti il titolo, ma che li costituisce. Secondo l'ordinamento Anglosassone, chi ha il possesso del titolo è proprietario del diritto. Un giurista di *Civil Law* affermerebbe che il possessore del titolo è legittimato all'esercizio del diritto incorporato nel titolo. Per dare atto di tale diversa posizione occorre tener presente che nei paesi di *Common Law*<sup>64</sup> la *Law of Property* non tratta solamente, come si potrebbe immaginare, dei diritti reali, ma bensì dei beni e dei diritti. Pertanto, sono *property* tutti i diritti suscettibili di valutazione patrimoniale<sup>65</sup>, siano essi diritti personali o reali. In sostanza, la *Common Law* non limita l'oggetto della proprietà ai beni (mobili o immobili), ma lo estende altresì ai diritti, come quelli derivanti dai diritti di credito, da *patents*, *copyrights*, *shares*, ecc...<sup>66</sup>. Le *bearer securities* vengono trasferite da un titolare all'altro con la semplice consegna del titolo.

<sup>64</sup> Tra cui si annoverano, oltre al Regno Unito, l'Irlanda, New York, il Canada, la Nuova Zelanda, l'Australia, Hong Kong e l'India.

<sup>65</sup> Si consideri, di contro, la nozione di bene fornita dall'art. 810 del Nostro c.c. "le cose che possono formare oggetto di diritto".

<sup>66</sup> In materia si suggerisce all'attenzione dello studioso MEGARRY, *The Law of real property*, 7<sup>o</sup> ed., Londra, 1993. Per una breve, ma interessante descrizione sul diverso oggetto del diritto di proprietà dei paesi di *Civil law* rispetto alla *property* di *Common Law* si rimanda a DE FRANCHIS F., *Dizionario giuridico*, Giuffrè Editore, p. 1207 ss., ove l'Autore ribadisce che "la *Law of property* copre una materia molto più vasta di quella che viene fatta rientrare nell'ambito dei diritti reali dagli Ordinamenti di *Civil law*". Difatti la *property* si distingue in *real property* e *personal property*. Mentre la prima attiene a quei diritti in passato protetti da *real actions* e quindi, in pratica, il *freehold* e la *bankruptcy*, la seconda si riferisce ai diritti un tempo tutelati da *personal actions*. Fanno parte della *personal property* i *chattels real* (temine riferito esclusivamente al *lease*) e i *chattels personal*. Questi ultimi a loro volta si distinguono fra *choses in action* e *choses in possession*. Sono *choses in action* i diritti e i beni immateriali che non sono suscettibili di possesso e che pertanto non possono essere consegnati. E quindi i diritti di credito, le azioni (ove non incorporate in titoli di credito), i brevetti (*patents*), i diritti d'autore (*copyrights*). Sono, invece, *choses in possession* (o *corporeal choses*) tutti i beni mobili che, essendo suscettibili di possesso, possono essere consegnati.

In relazione alle *registered securities*, invece, l'emittente<sup>67</sup> è tenuto a mantenere<sup>68</sup> un libro sociale in cui sono annotate le generalità e le quote partecipative di ciascun *holder*. I certificati<sup>69</sup> emessi non costituiscono le *securities*, ma si limitano a rappresentarle<sup>70</sup>. Il diritto di proprietà (si tengano a mente le considerazioni svolte nel paragrafo precedente) sulle *securities* non si acquista tramite il possesso dei certificati, ma si acquisisce una volta ottenuta la iscrizione<sup>71</sup> nel libro dei soci.

Notabilmente le *registered securities* non costituiscono *negotiable instruments* (categoria per certi versi accostabile ai nostri titoli di credito) e pertanto i diritti ad essi sottostanti:

- non possono essere trasferiti attraverso la semplice consegna (v. *bearer securities*) eventualmente accompagnata dalla girata del titolo in favore dell'acquirente (*endorsement*);
- non vengono acquistati dall'acquirente a titolo originario, ma "solo" a titolo derivativo.

Occorre puntualizzare che nel Regno Unito, mentre i titoli obbligazionari vengono emessi sia sotto forma di *bearer securities* che di *registered securities*<sup>72</sup>, la legislazione<sup>73</sup> impone<sup>74</sup> alle società di emettere come quote di partecipazione sociale *registered securities*<sup>75 76</sup>.

<sup>67</sup> In forza alla s. 352 del *Companies Act 1985*.

<sup>68</sup> O vi delega (vedi s 353 (1) (a) del *Companies Act 1985*) una persona (*registrar*), spesso una società dedita esclusivamente alla tenuta dei libri sociali per conto di altre società.

<sup>69</sup> Il termine "certificate" connota il documento che rappresenta le *registered securities*, mentre il termine "instrument" viene usato per indicare il documento che documenta le *bearer securities*.

<sup>70</sup> La s. 186 (1) (a) del *Companies Act* recita:

"A certificate under the common seal of the company specifying any shares held by a member is *prima facie* evidence of his title to the shares".

<sup>71</sup> Per ottenere la registrazione l'acquirente deve trasmettere al *registrar*, oltre ai certificati consegnatigli dal venditore, una *transfer form* compilata dal venditore a favore dell'acquirente. In forza del *Companies Act* del 1985 (s 185 (1)), l'emittente è tenuto entro due mesi dalla ricezione dei suddetti documenti a sostituire nel registro il nome dell'acquirente a quello dell'alienante, a distruggere i certificati recapitatigli e ad emetterne nuovi a favore dell'acquirente.

<sup>72</sup> Tipicamente le emissioni domestiche si avvalgono di strumenti registrati, mentre quelle internazionali di titoli al portatore. Cfr. DAVIES P., *Gower's Principles of company law*, 6° ed., Londra, 1997, p. 328 e ss.

<sup>73</sup> Si veda il *Companies Act* del 1985 alle ss. 182-186 e 352-362.

<sup>74</sup> Per le motivazioni di tale scelta si rimanda a MILDES HOLDEN J., *The Law and practice of banking*, 8° ed., Londra, 1994, vol. 2, p. 190 e ss.; FRASE D., *Dematerialisation and Taurus*, in *Butterworth Journal of International Banking*, 1991, p. 70.

<sup>75</sup> Nel nostro ordinamento, nonostante il codice civile teoricamente lascia alle società la facoltà di optare fra azioni al portatore ed azioni nominative, il R.D.L. n. 1148

## 6. *I registri del Crest e l'Assured Payment System*

Per meglio comprendere le tecniche per mezzo delle quali sono trasferiti da un membro del Crest ad un altro gli strumenti finanziari dematerializzati occorre almeno accennare alla struttura organizzativa del sistema.

Ciascun membro del Crest accende, per ogni classe di titoli di un emittente di cui dispone qualche unità, uno o più conti<sup>77</sup> presso il Crest. Le risultanze dei libri sociali rispecchiano fedelmente i registri del Crest, dato che, come abbiamo visto<sup>78</sup>, l'emittente è tenuto ad aggiornare i propri registri in conformità alle istruzioni che il Crest invia automaticamente dopo aver trasferito dei titoli da un conto ad un altro.

Per garantire l'effettivo pagamento fra i membri del Crest delle somme dovute è stato sviluppato l' "Assured Payment System". In sostanza, e a differenza rispetto agli altri sistemi di *settlement*, ai membri, come condizione di ammissione, non è richiesto il rispetto di specifici criteri di solidità finanziaria. Tuttavia, ciascun aspirante membro per essere ammesso al Crest

---

del 25 ottobre 1941 convertito nella legge n. 96 del 1942 ha introdotto il regime della nominatività obbligatoria.

<sup>76</sup> Fanno eccezione a tale principio gli *share-warrants*. Vedi al riguardo nt. 25 e più diffusamente DAVIES P., *Gower's Principles of company law*, op. cit., p. 329.

<sup>77</sup> Ciò dipende in pratica dal tipo di *membership* richiesta. In pratica ciascun gestore ha disponibili diverse opzioni:

- A) Può decidere di aprire presso il Crest un solo conto in cui annotare indistintamente tutte le *securities* che gestisce per conto di tutti i suoi clienti (POOLED CLIENT ACCOUNT). In tal caso, ovviamente, nel registro del Crest (e nel libro sociale che lo rispecchia) risulterà titolare delle *securities* solo lo stesso *broker*. Solamente nei registri del gestore risulterà quanti e quali titoli ciascun cliente ha dato in custodia al gestore.
- B) Può decidere di aprire presso il Crest tanti conti quanti sono i clienti. In tal caso nei registri del Crest (e nei libri sociali che li riflettono) pur risultando titolare il gestore, ciascun conto sarà individuato da un codice alfanumerico corrispondente ad un determinato cliente (INDIVIDUAL DESIGNATED ACCOUNTS). L'identità dei clienti non è nota all'emittente, ma risulta solo dai registri del gestore.
- C) Può aprire, per conto di chi lo richieda espressamente, presso il Crest un conto intestato all'investitore che così assume una SPONSORED MEMBERSHIP. Questa modalità partecipativa permette all'investitore di mantenere la titolarità delle *securities*, tuttavia il membro sponsorizzato dovrà impartire gli ordini di acquisto e di vendita sempre attraverso le postazioni del membro sponsor.

<sup>78</sup> vedi il para. 2, nt. 49.

deve<sup>79</sup> raggiungere con un Istituto di credito (*settlement bank*) una convenzione<sup>80</sup>, in forza della quale la *settlement bank* si impegna irrevocabilmente<sup>81</sup> a versare al termine di ciascuna giornata borsistica alle *settlement banks* degli altri membri il saldo contabile ad essi dovuto. Pertanto, è la *settlement bank* e non il membro del Crest a dover versare le somme dovute<sup>82</sup>.

Le *settlement banks* per limitare la propria esposizione debitoria possono imporre un tetto (*debt cap*) sul controvalore netto degli acquisti<sup>83</sup> che ciascun cliente può fare nel corso di una giornata lavorativa.

Pertanto, il Crest prima di modificare i propri registri, aumentando le unità registrate nel conto dell'acquirente, verifica che questi abbia presso la propria *settlement bank* un saldo creditorio disponibile (*headroom*) maggiore o uguale al prezzo pattuito.

#### 7. *Il transfert di titoli dematerializzati fra Common Law ed equity: il Trust*

Posto che attualmente possono essere ammesse al Crest solo *registered securities*<sup>84</sup>, la titolarità sui titoli dematerializzati si acquista solo con l'effettiva iscrizione nel libro sociale. Pertanto occorre chiarire la posizione dell'acquirente nei momenti che precedono, anche al fine di valutare le conseguenze di una eventuale insolvenza dell'alienante.

<sup>79</sup> Il rispetto di tale condizione è espressamente annoverato fra i requisiti necessari per essere ammessi al Crest, vedi CREST, *Reference Manual*, capitolo 6, sezione 1.

<sup>80</sup> A dir il vero composta da due diversi contratti: il *Crest Assured Payment Agreement* ed il *Crest Settlement Bank Agreement*.

<sup>81</sup> Nonostante, ad esempio, il sopraggiungere di una gravosa insolvenza del suo cliente.

<sup>82</sup> Un separato (e normale) contratto bancario fra ciascun membro e la sua *settlement bank* stabilisce le modalità con cui il primo si impegna a garantire alla seconda la necessaria liquidità. Resta inteso che il mancato rispetto delle clausole inserite in tale contratto non esonera affatto la *settlement bank* dall'obbligazione che questa ha irrevocabilmente assunto verso le altre *settlement banks*.

<sup>83</sup> Ipotizziamo che il membro A abbia riconosciuto un *debt cap* giornaliero di un milione di sterline. E' evidente che, se alle ore 10 a.m. A ha fatto acquisti per 950 mila sterline e non ha ceduto nessun titolo, il suo ordine di acquisto del controvalore di 200 mila sterline verrà eseguito solo nella porzione corrispondente all' *headroom* (50 mila sterline = 1 milione - 950 mila). La restante parte dell'ordine (150 mila) verrà stoppata dal Crest e messa in standby fino a quando A avrà la disponibilità necessaria.

Diversamente, se alle 10 a.m. A aveva già venduto per un controvalore di 150 mila sterline, A avrà un *headroom* di 200 mila sterline (= 1 milione - 950 mila + 150 mila) e pertanto, il suo ordine di acquisto verrà immediatamente eseguito dal Crest.

<sup>84</sup> Vedi para. 3.

In seguito all'accordo negoziale, le parti inviano al Crest rispettivamente un ordine di vendita ed un ordine di acquisto. Il Crest, una volta ricevute da due suoi membri istruzioni combacianti (ad esempio, il membro A offre in vendita 60 azioni della società x ad un determinato prezzo y e il membro C vuole acquistare 60 azioni al prezzo y), controlla il verificarsi di certe condizioni. Ed in particolare accerta che, al momento della verifica:

- l'alienante ha, nel conto acceso presso il Crest, un saldo attivo di azioni della società x maggiore o uguale al numero delle azioni oggetto della transazione;
- l'acquirente ha presso la sua *settlement bank* un *headroom*<sup>85</sup> sufficiente a pagare il prezzo pattuito.

Accertata la sussistenza di tali requisiti, il Crest provvede ad aggiornare i propri registri tenendo conto delle istruzioni ricevute, e quindi, nel nostro caso, spostando le 60 azioni, oggetto della transazione, dal conto di A<sup>86</sup> al conto di B<sup>87</sup>.

Ovviamente, i libri sociali in questo momento non danno conto della transazione: A resta titolare dei titoli, mentre B rimane sconosciuto ai libri sociali.

Per rimediare a tale discostamento il Crest, modificando i suoi registri, invia automaticamente all'emittente l'ordine di modificare il libro sociale.

Come abbiamo accennato<sup>88</sup>, l'emittente è contrattualmente<sup>89</sup> obbligato ad allineare i suoi registri a quelli tenuti dal Crest entro due ore. Il legislatore ha (opportunamente) provveduto a stabilire la natura del diritto che, in questo scorcio di tempo, l'acquirente può accampare sui titoli "acquistati", titoli che ancora risultano intestati all'alienante nel registro dell'emittente (l'unico che, trattandosi di *registered securities*, conta ai fini dell'acquisto del *legal title*). Infatti, la Reg. 25 (1) all'uopo stabilisce che:

*"at the time an Operator-instruction is generated which will require a participating issuer to register on a register of securities a transfer of title... the transferee shall acquire an equitable interest in the requisite number of uncertificated securities"*.

Sulle *securities*, oggetto della transazione, in pratica vengono a convivere due diversi diritti di proprietà, uno basato sulla Common Law (per

<sup>85</sup> Vedi para. 6.

<sup>86</sup> Ipotizzando che prima di questa transazione A disponeva di 100 azioni della società x, Crest modificherà il suo registro di modo che A avrà nel suo conto solo 40 azioni.

<sup>87</sup> Ipotizzando che B non aveva alcuna azione della società x, il conto di B al termine dell'operazione mostrerà 60 azioni.

<sup>88</sup> Vedi para. 2, nt. 50.

<sup>89</sup> Vedi para. 2, nt. 51.

cui l'alienante rimane *legal owner*) e l'altro basato sull'Equity<sup>90</sup> (per cui l'acquirente diventa *beneficial owner*, in quanto titolare di un *equitable interest*). Sorge in questo momento, fra l'alienante e l'acquirente, un trust.

Il trust<sup>91</sup> è un tipico istituto di diritto anglosassone, creazione dell'equity. Esso consente il concorso di due tipi di proprietà: l'una del trustee ai fini dell'amministrazione e l'altra del *beneficiary* (o *cestui que trust*) ai fini del godimento. Proprio la natura del rapporto<sup>92</sup> che lega il trustee al beneficiario obbliga il primo a rispettare numerosi obblighi fiduciari.

Come è noto, i beni e i diritti, oggetto del trust, pur non assumendo distinta personalità giuridica, non sono aggredibili da creditori personali del trustee e pertanto costituiscono un patrimonio separato, la cui esistenza cozza

<sup>90</sup> pur non essendo questa la sede appropriata per dar conto delle fonti del Diritto inglese, qualche precisazione è d'uopo. Le fonti principali del diritto inglese sono la Common Law, l'*equity* e la *statute law*. A differenza della *statute law* che è un diritto di formazione legislativa, sia la common law che l'*equity law* sono di formazione giurisprudenziale (o *case law*).

L'*equity*, intesa come fonte del diritto, non corrisponde all'equità o all'*equitas* della civil law. Queste ultime, invece, corrispondono alla *reasonableness*, *airness*, *aequum et bonum*, *justice*, ecc...

L'origine dell'*equity* deve esser ricondotta alle decisioni assunte dal Cancelliere all'uopo delegato dal re per rimediare alle ingiustizie derivanti dalla tipicità delle azioni. A quei tempi concorrevano due giurisdizioni differenti, le corti reali e le corti di equity. Diverso era anche il diritto applicato dalle diverse giurisdizioni. Le corti reali potevano essere adite solo per pronunciarsi su una delle azioni disponibili (il cui numero venne chiuso nel 1258 con la chiusura del registro dei *writs*). Alle corti di equity (fra le quali ben presto si distinse la *Court of Chancery*), invece, poteva essere chiesto qualsiasi provvedimento che avrebbe potuto porre fine ad una situazione di ingiustizia.

Solo i *Judicature Acts* del 1873-1875 fecero venir meno questa anomalia, sopprimendo le corti di Equity. Nonostante la fusione delle due giurisdizioni, restano ancora oggi distinti i due ordini di regole.

Fra i numerosi eccelsi testi in materia si segnalano in particolare: SACCO e GAMBARO, *Sistemi giuridici Comparati*, Torino, 1996, pp. 61-110; BAKER, *An Introduction to English Legal History*, 3 ed., 1990, p. 70; EISEMBERG, *The nature of Common Law*, Harvard University press, 1988, p. 43 e ss.

<sup>91</sup> Secondo l'ormai classica definizione del Prof. David Hayton, accolta per lo più unanimemente da dottrina e giurisprudenza, "a trust is an equitable obligation, binding a person (who is called trustee) to deal with property over which he has control (which is called the trust property), for the benefit of persons (who are called the beneficiaries or cestuis que trust), of whom he may himself be one, and any of whom may enforce the obligation" in HAYTON D., Underhill and Hayton, *Law relating to trust and trustees*, 15° ed., Londra, 1995, p. 3.

<sup>92</sup> Trust vuol dire fiducia ed impone il rispetto della fiducia concessa. Sul punto vedi FINN P. D., *The fiduciary principle*, in YODAN T.G., *Equity, fiduciary and Trust*, Toronto, 1989, p. 33.

apertamente con il principio della responsabilità patrimoniale sancito nel nostro ordinamento dall'art. 2903 c.c.<sup>93</sup>

Il trustee<sup>94</sup>, non è affatto il rappresentante del beneficiario, ma in base alla common law è il vero proprietario dei beni a lui affidati (*trust assets*) e può disporne liberamente. L'equity, tuttavia, in caso di alienazione perpetrata in violazione delle *fiduciary duties* concede al beneficiario una *tracing action*<sup>95</sup>, un'azione reale avverso il terzo acquirente avente ad oggetto la rivendica dei *trust assets*.

I trusts non sono riconosciuti in tutte le giurisdizioni. In termini generici, si può dire che il trust è riconosciuto dal diritto dei Paesi di Common Law, ma non dal diritto domestico<sup>96</sup> dei Paesi di Civil Law<sup>97 98</sup>.

<sup>93</sup> Di diverso avviso JAEGER P. G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968, p. 346, che ha così aperto il dibattito sulla opportunità dell'introduzione del trust nel nostro Ordinamento.

<sup>94</sup> una sorta di proprietario fiduciario.

<sup>95</sup> In merito vedi più diffusamente, *infra*, para. 9 e ivi la dottrina richiamata in nota.

<sup>96</sup> Alcuni Paesi di Civil Law, infatti, hanno riconosciuto il trust aderendo alla Convenzione de L'Aja del 1985, il cui art. 5 dispone che "Il trust è regolato dalla legge scelta dal disponente". La legge Italiana che ha recepito tale Convenzione (l. n. 364 del 1989, entrata in vigore nel 1992) "non ha recepito il modello negoziale di common law, ma ha inserito nel nostro sistema una complessa manifestazione di autonomia privata retta - quanto agli effetti essenziali - da un diritto straniero". Si è espresso in tal senso DE NOVA G., *Trust: negozio istitutivo e negozi dispositivi*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 162 e ss.

<sup>97</sup> Secondo WOOD P. R., *Principles of international insolvency*, Londra, 1995, p. 36, alla base dell'obiezione dei paesi di Civil Law al riconoscimento del trust vi sarebbe una politica contro la "false wealth". I creditori del trustee potrebbero avere fatto affidamento sui beni in trust ai fini del soddisfacimento delle proprie ragioni e poi rimanere a "bocca asciutta".

<sup>98</sup> Fra le oramai numerose monografie in lingua italiana sui Trusts segnaliamo: LUPOI M., *Trusts*, 2 ed., Milano, 2001; CORSO E., *Trustee e gestione dei beni in trust*, Milano, 2000; LUPOI M. (a cura di), *Trusts laws of the worlds, A collection of original texts*, 2 ed. Roma, 1999; ABI-ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Il trust nella operatività delle banche italiane*, Roma, 1997; GAMBARO A., *Il diritto di proprietà*, in *Trattato Cicu-Messineo*, 1995, p. 628; GRAZIADEI M., *Diritti nell'interesse altrui*, Università di Trento, 1995; LUPOI M., *Introduzione ai Trusts*, Milano, 1994; LIBONATI B., *Holding and investment trust*, Milano, 1969. Fra le abbondanti pubblicazioni in materia qui ci è solo consentito ricordare: DE NOVA G., *Trust: negozio istitutivo e negozi dispositivi*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 162; DE NOVA G., *Dibattito sulla legge regolatrice del trust e ruolo del notaio*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 475; LUPOI M., *Le posizioni soggettive protette*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 159; IDEM, *Dibattito sulla legge regolatrice del trust e ruolo del notaio*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 484; MAZZAMUTO S., *La legittimazione negoziale del trustee: spunti per una discussione*, in *Trust e attività fiduciarie*, 2000, p. 486; IDEM, *Il trust nell'ordinamento italiano dopo la Convenzione dell'Aja*, in *Vita not.*, 1998, p. 123; IDEM, *The Italian Law of trust in the aftermath of the Hague convention*, in

Alla luce delle considerazioni appena fatte risulta evidente il fine perseguito dal legislatore della Regulation 25(1) nel conferire all'acquirente un "equitable interest" sugli strumenti dematerializzati sin dal momento in cui il Crest invia all'emittente l'ordine di registrare il trasferimento. Il legislatore ha chiaramente inteso costituire un trust a favore dell'acquirente, di modo che questi sia tutelato nell'evenienza in cui sopraggiunga uno stato di insolvenza dell'alienante proprio in questo frangente. L'acquirente gode di un diritto reale, e non più personale, sulle *securities*. Pertanto, queste, pur restando registrate a favore dell'alienante, non sono ulteriormente aggredibili dai di lui creditori.

Dal momento in cui i registri del Crest danno atto della avvenuta transazione, l'acquirente viene anche tutelato da eventuali tentativi di ulteriori alienazioni da parte dell'alienante. Infatti, come abbiamo già accennato<sup>99</sup>, Crestco prima di dare esecuzione ad una transazione verifica che nel conto acceso presso il Crest dall' "aspirante" alienante vi sia la quantità di *securities* necessaria.

Per converso e per lo stesso principio, l'acquirente, una volta che la transazione sia registrata nei registri del Crest, può legittimamente disporre dei titoli acquistati, nonostante la titolarità di essi spetti ancora all'alienante.

#### 8. *L'insolvenza dell'alienante*

Avendo appena accertata l'impossibilità per creditori dell'alienante di escutere le *securities* sin dal momento in cui esse risultano fra gli *equitable interests* dell'acquirente, occorre porsi un ulteriore interrogativo: può la disposizione dell'alienante essere annullata o dichiarata nulla sulla scorta delle disposizioni che l'*Insolvency law* inglese detta per proteggere gli interessi dei creditori?

A ben osservare, secondo le norme generali<sup>100</sup>, sono nulle tutte le disposizioni patrimoniali fatte dal debitore insolvente dopo l'inizio del procedimento giudiziale che pronuncia lo stato di insolvenza. C'è di più. Invero, in forza delle "zero hour rules" sono nulle anche tutte le disposizioni patrimoniali fatte dalle 00.01 a.m. del giorno in cui inizia tale procedimento. Pertanto, chi si accinge ad acquistare degli strumenti finanziari non ha alcuna possibilità di essere certo che colui che offre in vendita le *securities* non verrà in seguito dichiarato insolvente. Viene così meno la stessa possibilità di

Europa e dir. Priv., 1998, 781; RESCIGNO P., *Notazioni a chiusura di un seminario sul trust*, in Europa e dir. Priv., 1998, p. 45; STELA RICHTER M., *Il trust nel diritto italiano delle società*, in Banca, borsa e tit. di credito, 1998, I, 477; LENER R., *La circolazione del modello del trust nel diritto continentale nel mercato mobiliare*, in Riv. Soc., 1989, p. 1050.

<sup>99</sup> Cfr. il Para. 7.

<sup>100</sup> cfr. la s. 127 dell'*Insolvency Act* del 1986.

sapere se la transazione che ci si accinge a stringere verrà in seguito invalidata.

Inoltre, possono essere revocate<sup>101</sup> le transazioni raggiunte nei sei mesi che precedono la dichiarazione di insolvenza, se l'insolvente ha accettato condizioni notevolmente svantaggiose o condizioni che costituiscono un trattamento di favore nei confronti di certi creditori a discapito della massa.

La s. 238 dell'Insolvency Act non sembra poter consentire la revoca di una compravendita di strumenti finanziari, considerato che essa avviene al prezzo di mercato e che pertanto non può favorire un creditore a danno degli altri.

Tuttavia non possono sfuggire le evidenti ripercussioni che la s. 127 potrebbe avere non solo nei confronti del primo acquirente, ma anche e soprattutto di tutti i successi prenditori. Verrebbe, in sostanza, minata alla base la stessa stabilità del sistema finanziario e il panico indotto dal rischio sistemico finirebbe con l'assalire gli investitori. Ne uscirebbe gravemente compromesso il principio della *security of transfer*.

Merita, allora, sicuramente un plauso la Parte VII<sup>102</sup> del *Companies Act* del 1989<sup>103</sup> che in relazione ai *market contracts*, quelli cioè conclusi fra membri di un *Stock Exchange* o di una *clearing house*<sup>104</sup>, disapplica le disposizioni generali dell'Insolvency Act e in maniera espressa la s. 127.

In questo senso si può sicuramente ritenere che il *Companies Act* del 1989 ha contribuito a ristabilire nel Regno Unito, almeno in relazione ai contratti conclusi nei mercati finanziari, il principio di *security of transfer*. Principio di sicurezza nella circolazione dei diritti che viene ottenuto nei paesi di Civil law attraverso l'utilizzo dei titoli di credito che, come noto, consentono al legittimato secondo le loro leggi di circolazione di acquisire il diritto incorporato a titolo originario e pertanto al riparo da qualsiasi azione revocatoria intentata dai creditori del precedente titolare.

9. *La custodia dei titoli dematerializzati: la frode del custode a danno dell'investitore*

L'investitore potrebbe essere privato degli utili derivanti dai propri investimenti finanziari ed invero anche degli stessi strumenti finanziari da lui "acquisiti" per motivi che prescindono il rischio intrinseco ad ogni

<sup>101</sup> Cfr. la s. 238 dell'Insolvency Act del 1986.

<sup>102</sup> Titolata "*Financial Markets and Insolvency*".

<sup>103</sup> Cfr. le ss. 154-191 e in modo particolare le ss. 155, 158, 164 e 165.

<sup>104</sup> O stanza di compensazione. Il Crest chiaramente è autorizzato sotto la legislazione inglese ad operare come clearing house.

investimento finanziario. Invero, con una frequenza sempre maggiore, gli investitori finali affidano il loro portafoglio in custodia.

Secondo stime del *Securities and Investment Board* (SIB)<sup>105</sup> nel 1993 strumenti finanziari per un valore di 500 miliardi di dollari erano gestiti da custodi. Il valore degli strumenti finanziari affidati in custodia ha raggiunto nel 1997 i 40.000 miliardi di dollari<sup>106</sup> e addirittura nel 2000 i 50.000 miliardi di dollari.

L'odierno servizio di custodia di titoli ha preso le mosse dal servizio di custodia titoli che veniva in passato offerto dalle banche ai propri clienti, ma da esso profondamente si distingue.

L'antico servizio era volto alla materiale custodia di titoli come beni materiali ed essendo esclusivamente volto ad assicurar l'integrità fisica dei titoli<sup>107</sup>, richiedeva al depositario di garantire semplicemente la sicurezza delle cassette di sicurezza in cui erano conservati gli stessi titoli<sup>108</sup>.

Invece, il servizio oggi offerto dai gestori di fondi d'investimento, dai custodi (globali)<sup>109</sup>, dai *brokers* o depositari centrali si occupa, oltre che della custodia<sup>110</sup> dei titoli, della loro amministrazione. Pertanto, il custode raccoglie i dividendi e gli altri profitti generati, è destinatario delle convocazioni delle assemblee e delle altre comunicazioni societarie, esercita, secondo le istruzioni ricevute, i diritti sociali, come il diritto al voto.

I sistemi di dematerializzazione, a differenza di quelli di immobilizzazione, non incidono necessariamente sul rapporto fra

<sup>105</sup> SIB, *Custody review Discussion paper*, Agosto 1993, para. 5.9.

<sup>106</sup> cfr. le stime di Jurgen Marziniak, direttore del servizio di custodia della Deutsche Bank, riportate dal FINANCIAL TIMES, 11 luglio 1997, nell'articolo: *Survey on Global Custody: the Big get Bigger as the sector grows*.

<sup>107</sup> RUDDEN B., *Things as Things and Things as Wealth*, in OJLS, 1994, p. 14 delinea in maniera chiara le conseguenze che derivano a seconda che i titoli siano affidati in custodia come semplici beni materiali o come investimenti.

<sup>108</sup> Sulla tradizionale custodia di titoli si segnalano fra le numerose monografie: HAPGOOD M., *Paget's Law of Banking*, 11° ed., Londra, 1996, p.132; ELLINGER E. e LOMNICKA E., *Modern Banking Law*, 2° ed., Londra, 1994, pp. 568-573; BLAIR W. - ALLISON A. - PALMER K., *Banking and the Financial Service Act*, Londra, 1993, para. 3 e 55.

<sup>109</sup> vengono in questo modo distinti gli operatori che offrono i loro servizi in relazione a strumenti finanziari emessi da società incorporate sotto diverse giurisdizioni da quelli che concentrano la loro attenzione solo su titoli emessi in uno Stato. Sono sicuramente custodi globali per esempio, la belga Euroclear, la lussemburghese Clearstream e la Depository Trust Corporation di New York.

<sup>110</sup> Esercitata, a seconda dei casi, acquistando la titolarità dei titoli o comunque potendone legittimamente disporre (v. infra).

l'investitore ed il titolo, interponendo fra essi un soggetto che acquisisce la titolarità dello strumento riversandone i benefici sullo stesso investitore<sup>111</sup>.

In teoria, infatti, l'investitore finale potrebbe godere di un rapporto diretto con lo strumento finanziario dematerializzato e, quindi, con l'emittente. Dai registri di questo l'investitore potrebbe risultare titolare del titolo.

In pratica, nel Crest ciò avviene solamente ove l'investitore finale diventa membro del Crest acquisendo la *sponsored membership*<sup>112</sup>. In tal caso, i titoli nel registro dell'emittente vengono assegnati all'investitore finale, il quale però dovrà giovare delle facilitazioni telematiche del suo *sponsoring member* per impartire tutte le istruzioni necessarie alla gestione del proprio portafoglio.

Tuttavia, come abbiamo accennato<sup>113</sup>, solitamente i membri del Crest custodiscono i portafogli dei loro clienti aprendo presso il Crest *individual designated accounts* o ancora più frequentemente *commingled accounts*.

In sostanza, il (ridotto) volume delle transazioni raggiunte dalla stragrande maggioranza degli investitori non giustifica i costi che sarebbero necessari per acquisire e mantenere la *membership* nel Crest<sup>114</sup>. All'investitore finale non resta che rivolgersi ad un custode che, occupandosi dei titoli di numerosi investitori, ripartisce i costi di gestione fra i propri clienti sotto forma di commissioni.

Per quanto appaiono innegabili i vantaggi derivanti dall'uso di un custode, non possono essere trascurati i rischi per l'investitore che tale uso comporta.

Innanzitutto, i titoli affidati in custodia, in una situazione di insolvenza del custode, potrebbero essere aggrediti dai di lui creditori e pertanto l'investitore potrebbe essere considerato un semplice creditore del custode e non il proprietario dei titoli.

Per di più il custode potrebbe svolgere le sue mansioni negligenzemente o addirittura in frode all'investitore.

L'investitore, affidando in custodia i propri strumenti finanziari, desidera mantenere su di essi un diritto reale, piuttosto che un semplice

---

<sup>111</sup> Sotto questa prospettiva sicuramente sono differenti i sistemi di immobilizzazione. In essi il depositario risulta titolare dei titoli che materialmente custodisce per conto di intermediari finanziari o addirittura dell'Operatore del *settlement system*. In quest'ultimo caso, l'operatore a sua volta registrerà nei propri registri quanti e quali titoli spettano a ciascun partecipante del sistema. Esempi di tale modalità operativa sono Euroclear e Clearstream.

<sup>112</sup> Sul punto vedi il para. 6, nt. 77.

<sup>113</sup> Dati i maggiori costi di gestione di uno *sponsored account* rispetto ad un *individual designated account* o ad un *commingled account* (Vedi nt. 77).

<sup>114</sup> Si pensi ai soli costi derivanti dall'acquisto e dalla gestione delle apparecchiature telematiche necessarie.

diritto di credito<sup>115</sup>, di modo che, in caso di insolvenza del custode, egli possa rivendicare i titoli, sottraendoli alla massa fallimentare destinata al soddisfacimento delle pretese creditorie dei creditori particolari del custode.

Il diritto inglese offre all'investitore che desidera mantenere un diritto reale in Equity sui titoli affidati al custode due opzioni. Il cliente, infatti, potrebbe mantenere la proprietà dei titoli che deposita presso il custode in forza di un contratto di *bailment* (istituto corrispondente al Nostro deposito regolare) o mantenere la sola proprietà in Equity, nominando il custode *trustee*.

Invero, la disciplina del *bailment* non rende questo istituto utilizzabile per affidare in custodia dei titoli dematerializzati, perché il *bailment* presuppone che il depositario abbia la detenzione del bene depositato, ma il diritto inglese non consente che possa essere acquisita la detenzione o il possesso di un bene intangibile<sup>116</sup>, quale appunto il titolo dematerializzato.

Pertanto, l'unica concreta possibilità per l'investitore è quella di costituire sui propri titoli un trust<sup>117</sup>. In questo modo il custode risulterà titolare dei titoli dai registri dell'emittente, mentre l'investitore manterrà solo un "equitable interest" (la proprietà in Equity) sufficiente a scongiurare il pericolo di rivendica da parte dei creditori personali del custode<sup>118</sup>.

La costituzione di un trust implica necessariamente un rischio. Il custode-*trustee* potrebbe agire in violazione degli obblighi fiduciari che lo legano all'investitore, alienando i titoli contrariamente alle specifiche disposizioni ricevute. In pratica, infatti, il Crest non ha alcuna conoscenza

<sup>115</sup> circa la preferibilità di un diritto reale rispetto ad un diritto di credito sui beni oggetto di transazioni commerciali in genere vedi GOODE R. M., *Ownership and obligations in Commercial Transactions*, in *Law Quarterly Review*, 1987, p. 433-435; in materia sembra cogliere nel segno l'analisi di BEAVES A. W., *Global Custody: a tentative analysis of property and contract*, in *Interest in Goods*, Palmer N. e McKendrick E. (a cura di), 1993, p. 267, 274 e 276-277.

<sup>116</sup> Questa è la visione ortodossa espressa fra gli altri da PALMER N. E., *Bailment*, 2° ed., Londra, 1991, p. 8 e 99; BAKER P. V. e LANGAN P., *Snell's equity*, 29° ed., Londra, 1990, p. 91. Tuttavia non sono mancate le pronunzie giurisprudenziali che hanno ritenuto che un rapporto di *bailment* può essere costituito anche in relazione a beni intangibili: *Hospital Products Ltd v United States Surgical Corporation*, in *Common Law Review*, 1984, p. 156.

<sup>117</sup> Pienamente concordi al riguardo le idee espresse dagli Autori che si sono più recentemente dedicati ad analizzare gli aspetti giuridici dei rapporti di custodia che vengono costituiti oggi nell'ambito mercati finanziari. Si vedano BENJAMIN J., *Interest in Securities, A proprietary law analysis of the International securities markets*, op. cit., p. 229; IDEM, *The law of Global Custody*, op. cit., p. 181; AUSTEN PETER A., *Custody of Investments: law and practice*, Lagos, 2000, p. 26-31.

<sup>118</sup> Non si ripetono in merito le (necessarie) delucidazioni che ho già espresso ricostruendo la natura del diritto di chi, pur avendo attribuite sul proprio conto presso il Crest gli strumenti finanziari, non né risulta ancora titolare in base ai registri dell'emittente.

dell'identità delle persone che godono della proprietà in equità degli strumenti dematerializzati<sup>119</sup> e pertanto può ricevere istruzioni esclusivamente dal custode. Considerazioni analoghe potrebbero essere fatte rispetto all'emittente, al quale viene espressamente<sup>120</sup> vietato di far nota nei propri registri dei trusts che gli dovessero essere comunicati e pertanto non può tener conto delle istruzioni impartite dall'investitore.

Occorre analizzare quali siano gli strumenti di tutela predisposti dalla legislazione inglese per far fronte al rischio di alienazione disposta dal custode in frode all'investitore.

Appare indubbia l'esistenza di una difesa "regolamentare". Infatti, il legislatore inglese stabilendo che l'invio di *properly authenticated dematerialised instructions* costituisce *investment business*<sup>121</sup>, ha finito con l'imporre a tutti i custodi specifici requisiti. Fra questi devono essere ricordati sicuramente i rigorosi parametri finanziari che "assicurano" la solidità finanziaria del custode e quindi la sua solvibilità; è inoltre disposto che i soggetti che occupano posizioni di responsabilità all'interno dell'ente custode dispongano di specifici requisiti di professionalità e onorabilità.

Pertanto, l'investitore frodato potrà sicuramente citare in giudizio il suo custode e ivi esigere il risarcimento dei danni subiti. Del resto la Regulation 29 (9) fa espressamente salva la responsabilità di chi invia un'istruzione dematerializzata senza essere all'uopo autorizzato.

Di soluzione meno agile si presenta la diversa questione circa l'eventuale possibilità dell'investitore frodato di opporre al terzo acquirente la frode subita.

<sup>119</sup> Addirittura il Crest non può essere tenuto o costretto a riconoscere alcun trust o altro diritto sui titoli dematerializzati, anche se ha conoscenza effettiva o presunta del trust o del diverso diritto. Infatti, ai sensi della Regulation 33 (3):

*"The Operator shall not be bound by or compelled to recognize any express, implied or constructive trust or other interest in respect of uncertificated units of a security, even if he has actual or constructive notice of the said trust or interest."*

<sup>120</sup> Ai sensi della regulation 19 (7):

*"No notice of any trust, expressed implied or constructive shall be entered on a register of securities maintained by the issuer in relation to uncertificated units of a security, or be receivable by the registrar of such register."*

Una disposizione analoga è dettata dalla s. 360 del *Companies Act* del 1985 rispetto alle partecipazioni sociali emesse dalle emittenti inglesi.

<sup>121</sup> Il *Financial Service Act (Uncertificated Securities) (Extension of Scope of the Act) Order* del 1996 (S.I. n. 1322 del 1996) inserisce l'invio di istruzioni dematerializzate nel para. 16 dello *Schedule 1* dell' *FSA* del 1986. Pertanto, ora tale attività costituisce *investment business* e quindi può essere esercitata solo dalle persone autorizzate o esenti. Infatti, ai sensi della s. 3 dell' *FSA*:

*"No person shall carry on, or purport to carry on, investment business in the United Kingdom unless he is an Authorised person or an exempted person under this Act."*

La questione può essere prospettata nei seguenti termini:

*A affida i propri strumenti finanziari a B, conservando su essi un diritto reale in Equità (il diritto di godere dei benefici). B aliena fraudolentemente a C gli strumenti. A, scoperta la frode, cita B in giudizio esigendo la restituzione delle securities o il risarcimento del danno subito. B viene escusso senza successo. Nella disputa fra A e C chi risulterà vincitore?*

Al riguardo occorre in via preliminare ricordare che la Regulation 29, per rendere affidabili le istruzioni dematerializzate che i vari partecipanti del sistema si scambiano fra loro e con gli emittenti, stabilisce che chi riceve una istruzione deve accettare che essa contiene informazioni corrette e che è stata inviata nel rispetto delle necessarie autorizzazioni. Occorre a questo punto stabilire gli effetti di tale disposizione. In merito sono state prospettate due diverse soluzioni.

Secondo alcuni<sup>122</sup>, la Regulation 29 rende il trasferimento effettuato secondo le modalità stabilite dalle *Uncertificatd Securities Regulations* tanto sicuro quanto quello dei titoli di credito. Pertanto, l'acquirente acquisterebbe a titolo originario (e non già derivato) il diritto incorporato nel titolo di credito. In tal caso l'acquisto del terzo sarebbe chiaramente irreversibile, nonostante la eventuale frode.

Secondo l'interpretazione maggioritaria<sup>123</sup>, che a nostro modesto avviso sembra la più ragionevole, la Regulation 29 non avrebbe l'effetto di assoggettare il trasferimento delle *uncertificatd securities* alla disciplina che regola il trasferimento dei titoli di credito, ma tale disposizione si limita ad imporre all'emittente la registrazione della transazione già registrata nei registri del Crest. Pertanto, il trasferimento di uno strumento dematerializzato non è affatto irreversibile, ma può essere contestato solo dopo la sua effettiva iscrizione nei registri dell'emittente. A tale interpretazione sembra indurre in particolare una considerazione. La disposizione che affida al Ministro del Tesoro il compito di emanare le *Uncertificatd Securities Regulations* espressamente dispone che le emanande *Regulations* devono essere disegnate in modo da assicurare che i diritti in relazione agli strumenti finanziari dematerializzati corrispondano, per quanto possibile, ai diritti che sorgono in relazione ai corrispondenti strumenti finanziari non dematerializzati<sup>124</sup>. Considerando, allora, che gli strumenti

<sup>122</sup> Cfr. in merito BANK OF ENGLAND, *The future of money Market Instrument*, novembre 1999, p. 13, ove l'Autorevole *Queen Counsel* (QC) Richard Sykes sostiene che "in nessuna circostanza la posizione di chi ha uno strumento dematerializzato attraverso il suo inserimento nel Crest è meno tutelata di quella di un possessore di un titolo di credito". Dello stesso avviso si è dichiarato Morton G., in BANK OF ENGLAND, *The future of money market instruments: Next Step*, Marzo 2000, p. 11.

<sup>123</sup> BENJAMIN J., *Interest in Securities, A proprietary law analysis of the International securities markets*, op. cit., p. 213.

<sup>124</sup> Cfr. La s. 207(4) del *Companies Act* del 1989 che recita:

dematerializzati nel Crest sono *registered securities*<sup>125</sup> (e quindi come tali per l'ordinamento inglese sfuggono alla disciplina dei titoli di credito<sup>126</sup>), possiamo affermare che gli strumenti dematerializzati nel Crest vengono acquistati "solo" a titolo derivativo.

Se ciò è vero, l'investitore che aveva mantenuto sui titoli affidati in gestione un diritto reale in Equità, scoperta la frode perpetrata ai suoi danni, ha a disposizione verso il terzo un'azione reale, la *tracing action*. Tuttavia, in pratica, tale azione raramente permetterà all'investitore defraudato di asserire la propria *equitable property* sui titoli. Infatti, prevarranno le ragioni del terzo acquirente qualora questi abbia acquistato le *securities* in buona fede, ossia senza avere *actual or constructive notice*<sup>127</sup> della violazione di obblighi fiduciari da parte del custode alienante.

Allora le due diverse opinioni riportate, pur raggiungendo in via teorica due posizioni nettamente differenti (riconoscendo solo la seconda all'investitore frodato una azione reale verso il terzo acquirente), finiscono entrambe nella (quasi) totalità dei casi per raggiungere la stessa soluzione a favore della *security of transfer*, proteggendo il terzo acquirente di buona fede. Del resto il legislatore delle *Uncertificated securities Regulation* era chiamato ad assumere una scelta di fondo nel ricomporre l'atavico conflitto fra due configgenti principi: il principio della *security of transfer* ed il principio della *security of title*. In forza del primo, il titolo dell'acquirente di buona fede non può essere messo in discussione. In forza del secondo, la frode non può privare una persona della titolarità dei propri beni. Allora, possiamo ritenere che il legislatore inglese, avendo prediletto il principio della *security of transfer*, ha voluto ancora una volta incrementare la fiducia degli operatori finanziari nel Crest per favorirne il suo sviluppo.

---

*"The Regulations shall be framed so as to secure that the rights and obligations in relation to securities dealt with under the new procedures correspond, so far as practicable, with those which would arise apart from the Regulations".*

<sup>125</sup> Cfr. il para. 3.

<sup>126</sup> Come già accennato (vedi para. 5) nell'ordinamento inglese le *registered securities*, pur presentando non poche analogie con i Nostri titoli di credito, non sono *negotiable instruments* e pertanto l'acquirente acquista il diritto ad esse sottostante "solo" a titolo derivato e non già a titolo originario.

<sup>127</sup> Secondo la dottrina del *constructive notice* si presume che chi acquisisce un diritto, in determinati ambiti nei quali secondo consuetudine deve essere accertata la titolarità del diritto con specifiche ricerche, ha fatto le usuali ricerche. Tuttavia, nei mercati finanziari non vi è la consuetudine da parte dell'acquirente di indagare sulla titolarità delle *securities*. Pertanto, l'acquirente è legittimato a ritenere che tutto sia in ordine, salvo il caso in cui si presentano particolari circostanze che sollevano dubbi in contrario.

10. *Le garanzie reali su titoli dematerializzati*

Le *Uncertificated Securities Regulations* non dispongono alcunché circa la possibilità di costituire garanzie reali sui titoli dematerializzati. Pertanto, appare opportuno fare riferimento alla generale disciplina sulle garanzie specifiche per verificare se e quali *security interests* possono essere costituiti sui titoli dematerializzati.

Il diritto inglese riconosce quattro diversi tipi di garanzie reali: *pledge*, *lien*, *mortgage* e *charge*<sup>128</sup>.

Il *pledge* presenta alcune caratteristiche analoghe al Nostro pegno e come questo conferisce un diritto reale di prelazione. Tuttavia, non è ammissibile il *pledge* su diritti di credito<sup>129</sup> o beni intangibili, poiché esso si perfeziona solo con l'acquisto del possesso sul bene oppignorato da parte del creditore. E' noto, infatti, che per il diritto inglese<sup>130</sup> i beni intangibili non sono suscettibili di possesso e quindi non possono essere consegnati. Pertanto, l'innegabile intangibilità delle *uncertificated securities* impedisce che su di esse possa essere costituito un *pledge*.

Al pari, le *uncertificated securities* non possono essere oggetto di *lien* (simile al nostro diritto di ritenzione), in quanto esso conferisce al creditore il diritto di trattenere il possesso del bene, che si assume già in suo possesso. Ancora una volta giova ribadire che le *uncertificated securities* non possono costituire oggetto di possesso.

- Comunemente usati nei mercati finanziari sono, invece, il *mortgage* e il *charge*.
- Il *mortgage* può essere costituito "at Common law" (*legal mortgage*) o in Equity (*equitable mortgage*).

<sup>128</sup> Le caratteristiche salienti di esse sono magistralmente riassunte da MILLET L., in *Re Cosslett (Contractors) Ltd*, in All ER, 1997, p. 115, così:

"There are four kind of consensual security known to English law (i) *pledge*; (ii) *contractual lien*; (iii) *equitable charge* and (iv) *mortgage*. A *pledge* and a *contractual lien* both depend on the delivery of possession to the creditor. The difference between them is that in the case of a *pledge* the owner delivers possession to the creditor as security, whereas in the case of a *lien* the creditor retains possession of goods previously delivered to him for some other purpose. Neither a *mortgage* nor a *charge* depends on the delivery of possession. The difference between them is that a *mortgage* involve the transfer of legal or equitable ownership to creditor, whereas an *equitable charge* does not".

<sup>129</sup> Cfr., a contrario, la sezione III del capo III del sesto libro del Codice civile (artt. 2800-2807) rubricata "Del pegno di crediti e di altri diritti".

<sup>130</sup> Cfr. PALMER N. e HUDSON A., *Pledge, in Interest in goods*, a cura di Palmer e McKendrick, 2 ed., Londra, 1998, p. 621; MEGARRY, *The Law of real Property*, 7° ed., Londra, 1993, pp. 13 e 14; BLACKSTONE, *Commentaries on the Laws of England*, Chicago, 1979, vol. 2 p. 16; BENJAMIN J., *Interest in Securities, A proprietary law analysis of the International securities markets*, op. cit., p. 33 e 37.

In caso di *legal mortgage*, il debitore deve trasferire al creditore la titolarità sui titoli con cui intende "garantire" l'adempimento della propria obbligazione. Viene posto in essere un vero e proprio trasferimento dei titoli concessi in *mortgage* e pertanto essi risulteranno accreditati nel conto Crest del creditore che risulterà altresì titolare in base alle risultanze dei registri tenuti dall'emittente. Al debitore viene attribuito "solo" un diritto reale in Equity (*l'equity of redemption*) che gli attribuisce il diritto opponibile ai creditori personali del creditore (in quanto reale) ad avere ritrasferiti i titoli quando dimostra di aver eseguito la propria obbligazione. Appare evidente che il *legal mortgage*, in quanto vendita a scopo di garanzia, nel Nostro ordinamento verrebbe considerato nullo, in quanto elusivo del divieto di patto commissorio<sup>131</sup>.

L'*equitable mortgage*, invece, costituisce un metodo rapido ed informale di offrire *uncertificatd securites* a garanzia delle proprie obbligazioni. Esso, a differenza del *legal mortgage*, non implica il trasferimento della titolarità sulle *securites*. Le *securites* offerte in garanzia vengono annotate in un sotto-conto (c.d. *escrow balance*)<sup>132</sup> all'interno del conto tenuto dal debitore presso il Crest. Qui sono sottratte al controllo del debitore e soggette solo al controllo del creditore<sup>133</sup>. Il creditore ordinerà al Crest di ritrasferire le *securites* vincolate nel conto generale del debitore, se questi adempierà le proprie obbligazioni. Invece, qualora il debitore dovesse rivelarsi inadempiente, il creditore ordinerà al Crest di trasferire le *securites* vincolate nel proprio conto. Il Crest non verifica che il creditore nell'impartire i propri ordini rispetti i termini del contratto che concede il *mortgage*<sup>134</sup>.

Sembra opportuno indagare della natura del diritto vantato dal *mortgagee* sulle *securites* annotate nell'*escrow balance*. Infatti, ove il *mortgagor* dovesse essere dichiarato insolvente, il *mortgagee* avrebbe il diritto di soddisfarsi sulle *securites* in prelazione rispetto agli altri creditori solo dimostrando di godere sulle *securites* un diritto reale e non un semplice diritto di credito. All'uopo, è stato suggerito<sup>135</sup>, che spetta al *mortgagee* assicurarsi che dalla documentazione, in forza della quale è stato costituito il *mortgage*, risulti evidente la volontà del *mortgagor* di costituire un diritto reale di garanzia. Diversamente, se risulta accertato che il creditore ha solo un diritto di credito

<sup>131</sup> La cui nullità, come noto, è sancita dall'art. 2744.

<sup>132</sup> Cfr. CREST, *The business Description*, p. 87; sulle specifiche modalità di conferimento di *uncertificatd securites* nell' *escrow balance* vedi CREST, *Reference Manual*, cap. 7, sez. 1.

<sup>133</sup> il *Reference Manual* appella il creditore come "escrow agent".

<sup>134</sup> Ciò chiaramente implica che il *mortgagor* rischia di essere frodato, ove il *mortgagee* disponga in maniera impropria delle *securites*.

<sup>135</sup> BENJAMIN J., *Interest in Securities, A proprietary law analysis of the International securities markets*, op. cit., p. 209; vedi anche BENJAMIN J., *The Law of global custody*, op. cit., p. 187

(avente per oggetto il trasferimento della titolarità sui titoli vincolati nell'*escrow balance*), tale diritto di credito concorrerebbe *pari passu* con tutti gli altri diritti di credito sul patrimonio del debitore.

I membri del Crest che desiderano concedere una garanzia reale sulle proprie *dematerialised securities* senza rinunciare al diritto di disporne liberamente possono altresì creare un *floating charge*<sup>136</sup>. Questo non ha per oggetto le specifiche *securities* che risultano dalle iscrizioni contabili del Crest a favore del debitore, ma una classe oscillante e mutevole che comprende i titoli che risultano di volta in volta registrati a nome del debitore. Dato che le *securities* "vincolate" restano nel conto del debitore, il creditore, analogamente a quanto accade nell'*equitable mortgage*, deve assicurarsi che dalla documentazione costitutiva del *charge* risulta che a lui viene attribuito un diritto reale di garanzia. Nel caso contrario, cioè ove dovesse essere riconosciuto un semplice diritto di credito al creditore, questi dovrebbe concorrere, senza alcun diritto di prelazione, con gli altri creditori del debitore sul di lui patrimonio. Gli operatori dei mercati finanziari hanno mostrato una riluttanza a concedere *floating charges*, anche perché la s. 396 (1) (f) del *Companies Act* del 1985 espressamente impone la registrazione dei *floating charges* concessi, comminando in caso contrario come "sanzione" l'inopponibilità ai terzi creditori della garanzia creata.

---

<sup>136</sup> per gli opportuni approfondimenti si rimanda a: CREST, *Reference Manual*, sezione 6; CREST, *Guidance Note on Realisation of a Settlement Bank security*, Londra, 28 Giugno 2000.