

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO
Facoltà di Giurisprudenza
Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza



BREXIT E DISCIPLINA DEI CONTRATTI DERIVATI OTC

Tesi di Laurea di:
Angelo NASUTI
Matr. N° 4603064

Relatore: Chiar.mo Prof. Andrea PERRONE

Anno Accademico 2020/2021

*A mia madre Rita,
a mio padre Emilio,
a mio fratello Mattia.*

INDICE

CAPITOLO I

IL MERCATO DEI DERIVATI OTC E LE CONSEGUENZE DELLA BREXIT

1.1. Il regime di regolamentazione transnazionale privata nei contratti derivati OTC	1
1.2. Il Master Agreement ISDA tra pareri legali e <i>safe harbours</i>	6
1.3. <i>Brexit</i> : shock giuridico avverso o occasione per l'industria?	13
1.4. La rivalità tra giurisdizioni ed il rischio di arbitraggio regolamentare	20

CAPITOLO II

LE INTERFERENZE DELLA BREXIT NELL'ESECUZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI OTC

2.1. I conflitti di legge <i>post Brexit</i> e la soluzione del Regno Unito.....	24
2.2. Giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle sentenze: quali ostacoli?	26
2.3. Ulteriori conseguenze sui contratti derivati OTC preesistenti.....	37
2.4. La redazione dei contratti derivati OTC post Referendum.....	45

CAPITOLO III

IL RUOLO DELL'ISDA E L'INCERTEZZA POST BREXIT

3.1. Gli interventi di modifica contrattuale raccomandati dall'ISDA a seguito della Brexit	50
3.2. I nuovi modelli e gli interventi di <i>lobbying</i> sui governi nazionali UE per una legislazione più <i>derivatives-friendly</i>	53
3.3. La spinta dell'ISDA e la risposta dei governi nazionali	71
3.4. Quali prospettive? Un modello regolamentare ibrido ed omogeneo tra Regno Unito ed Unione europea	76
Bibliografia	86

CAPITOLO I

IL MERCATO DEI DERIVATI OTC E LE CONSEGUENZE DELLA BREXIT

SOMMARIO: 1. Il regime di regolamentazione transnazionale privata nei contratti derivati OTC. – 2. Il Master Agreement ISDA tra pareri legali e *safe harbours*. – 3. *Brexit*: shock giuridico avverso o occasione per l'industria? – 4. La rivalità tra giurisdizioni ed il rischio di arbitraggio regolamentare.

1. *Il regime di regolamentazione transnazionale privata nei contratti derivati OTC*

Il mercato dei derivati *Over The Counter* (d'ora in poi "OTC"), sin dalla metà degli anni '80¹, ha subito un importante processo di standardizzazione contrattuale sulla spinta dei suoi partecipanti più influenti². Fino ad allora, infatti, le transazioni in derivati OTC presentavano una documentazione differente a seconda del *dealer* coinvolto che, autonomamente, ne determinava le forme, i costi e le modalità di esecuzione³. Questa diversità nella documentazione è stata definita come "*Battle of the Forms*"⁴. Di conseguenza, al fine di ridurre i costi di transazione, di aumentare il grado di certezza legale e, in generale, di promuovere lo sviluppo del mercato, le banche d'affari più importanti a livello globale si accordarono per uniformare il più possibile le operazioni in derivati OTC⁵. A seguito di intense negoziazioni, nel 1985, si giunse ad un primo accordo su alcune

¹ Per un approfondimento sul punto, MCKEEN EDWARDS – PORTER, *Transnational Financial Associations and the Governance of Global Finance*, New York, 2013, 43.

² Un'analisi più generale in DODD, *The Structure of OTC Derivatives Markets*, in *The Financier*, 2002, 1.

³ Si veda SCHMEDLEN, *Broker-Dealer Sales Practice in Derivatives Transactions: A Survey and Evaluation of Suitability Requirements*, in *Washington and Lee Law Review*, (1995), 1452.

⁴ A tal riguardo, FLANAGAN, *The Rise of a Trade Association: Group Interactions within the International Swaps and Derivatives Association*, in *Harv. Neg. L. Rev.*, (2001), 211, 235; GOLDEN, *Setting Standards in the Evolution of Swap Documentation*, in *Int'l. Fin'l. L. Rev.*, (1994), 18.

⁵ In particolare, MENGLE, *Concentration of OTC Derivatives Among Major Dealer*, in *ISDA: Research Notes No. 4*, 2010.

definizioni contrattuali comuni denominato “*Swap Code*”, la cui supervisione fu affidata ad una nuova associazione, la International Swaps Dealers Association, poi rinominata International Swaps and Derivatives Association (d’ora in poi “ISDA”)⁶.

Da questo momento, è iniziata la creazione di un vero e proprio regime di regolamentazione transnazionale dell’intero settore, ad opera delle parti private direttamente coinvolte, coordinate dall’ISDA⁷. La funzione primaria di quest’ultima era salvaguardare il *copyright* su un modello contrattuale standard concordato dall’industria e sulle definizioni ad esso connesse⁸. Tuttavia, alla fine degli anni ‘80 e durante gli anni ‘90, a seguito di una crescita esponenziale sia in termini di membri che di influenza sul mercato, l’Associazione ha cominciato a svolgere anche attività di *lobbying*, diventando così uno tra i più potenti gruppi di pressione nella storia recente dei mercati finanziari⁹. Infatti, pur essendo inizialmente pensata per accogliere al suo interno solo i principali *dealers* di derivati come Bank of America-Merrill Lynch, Barclays, Goldman Sachs (*primary members*)¹⁰, l’associazione ha iniziato ad accogliere anche altri partecipanti, compresi gli utenti finali come i fondi speculativi e le grandi società (*subscriber members*), oltre ad altri enti erogatori di servizi come gli studi legali e contabili (*associate members*). Oggi l’ISDA, con più di 960 membri, è diventata il principale

⁶ MCKEEN EDWARDS – PORTER (nt. 1), 43; PARTNOY, *ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?*, in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002, 213-252.

⁷ In questo modo, RAUTERBERG – VERSTEIN, *Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform*, in *Virginia Journal of International Law*, 2013, 9-50.

⁸ Si veda BIGGINS – SCOTT, *ISDA, the State and OTC Derivatives Market Reform*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, 323.

⁹ Sul punto, si segnala NEWMAN – BACH, *The European Union as hardening agent: soft law and the diffusion of global financial regulation*, in *Journal of European Public Policy*, 2014, 430-452.

¹⁰ Oltre a quelli citati, l’elenco completo dei *primary members* include anche: BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura Group, Royal Bank of Scotland. In merito, BIGGINS, *Targeted Touchdown’ and ‘Partial Liftoff’: Post-Crisis Dispute Resolution in the OTC Derivatives Markets and the Challenge for ISDA*, in *German Law Journal*, 2012, 1303.

canale per convogliare le pressioni dell'intero settore sui legislatori e sulle autorità di regolamentazione. L'influenza e la credibilità dell'ISDA, pertanto, non vanno sottovalutate nel processo di sviluppo e diffusione di questo regime di regolamentazione transnazionale privata che ha di conseguenza beneficiato di un pubblico riconoscimento, almeno indiretto, da parte dei legislatori nazionali¹¹.

In particolare, alla fine del XX secolo, l'influenza dell'ISDA è stato un fattore chiave nel processo di deregolamentazione pubblica del mercato dei derivati OTC, specie nell'ordinamento americano ed inglese, e nel contestuale sviluppo di un regime privato di regolamentazione delle transazioni in derivati OTC che garantisca una corretta esecuzione delle stesse¹². Questo fenomeno, beneficiando di una costante interazione con i governi nazionali, si è progressivamente esteso, così ottenendo un supporto ed un riconoscimento implicito. La regolamentazione dei derivati OTC, pertanto, è altamente connessa ad aspetti non solo tecnici, ma anche politici ed influenze esterne esercitate dall'industria stessa. L'insieme di tali componenti, infatti, assicura il corretto funzionamento delle soluzioni negoziali che oggi governano il settore.

Storicamente, sia i legislatori nazionali che le corti giudiziarie si sono preoccupati del commercio in derivati OTC, specie con riguardo a quelli con finalità puramente speculative, poiché tali transazioni erano considerate

¹¹ In tal senso, PARTNOY, *Second-Order Benefits from Standards*, in *Bost. Coll. L. Rev.*, (2007), 187. Come suggerisce Partnoy, infatti, “*Numerous statutes and regulations rely on certain provisions that are incorporated into standard form OTC derivatives counterparty contracts, even though they do not explicitly reference ISDA. Such reliance on ISDA terms, albeit not explicitly reliance on ISDA, is a sign that ISDA standards are very strong*”. Inoltre, sul punto, si segnala ARIAS-BARRERA, *The Traditional Role of ISDA ‘Co-Regulating’ OTC Derivatives Contracts*, in *Warwick School of Law Research Paper*, 2014.

¹² Su questo processo di deregolamentazione pubblica, BUTHE – MATTLI, *The New Global Rulers: The Privatization of Regulation in the World Economy*, in *Princeton University Press*, 2011; CULLEN, *Deregulation and the Power of Private Surveillance in Markets*, in *Poznan University of Economics Review*, (2009), 19-38.

pericolose per la stabilità del mercato e per la tutela degli investitori¹³. Infatti, pur non essendo proibiti *ex ante* dal legislatore, è possibile che i contratti derivati puramente speculativi siano considerati come semplici scommesse e¹⁴, dunque, disciplinati dalla legislazione locale in materia di gioco d'azzardo che, tipicamente, sancisce l'inesigibilità della prestazione¹⁵, determinando, di conseguenza, l'impossibilità di riscuotere il credito e di giungere ad una corretta esecuzione della transazione¹⁶.

Inoltre, in caso di sottoposizione di una delle parti ad una procedura concorsuale, non mancavano dubbi circa la compatibilità della clausola di *close-out netting* con le normative nazionali sull'insolvenza. Infatti, tale clausola, comportando la risoluzione delle obbligazioni con la parte insolvente e la successiva compensazione dei valori positivi e negativi in un unico debito o credito netto, riduce immediatamente l'esposizione creditizia complessiva della controparte. Tuttavia, ciò è possibile solo se è prevista *ex lege* una specifica esenzione dal divieto di iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore per le controparti in derivati

¹³ Così, STOUT, *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, (1999), 701; STOUT, *Risk, Speculation, and OTC Derivatives: An Inaugural Essay for Convivium*, in *Accounting, Economics, and Law Journal*, 2011.

¹⁴ A tal proposito, Cass., sez. un. 12 maggio 2020 n. 8770. In tale sentenza, la Corte ha eliminato ogni possibile dubbio interpretativo sulle cause di nullità dei contratti derivati, stabilendo come principio fondante la nullità di tutti i contratti derivati per i quali le banche non hanno indicato, nei relativi contratti, il *Mark to Market*, i costi impliciti e gli scenari probabilistici. Per approfondire, MAFFEIS, *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

¹⁵ In questo modo, STOUT, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-regulating Them Can Prevent Another*, in *Lombard Street*, (2009), 6.

¹⁶ Ad esempio, nell'ordinamento italiano, si veda l'art. 1933, co. 1, c.c. per cui “*Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti.*”

OTC grazie alla quale¹⁷, di solito¹⁸, possono risolvere i contratti in corso quando il debitore dichiara bancarotta.

In tal modo, perciò, tali controparti possono minimizzare la loro esposizione alle perdite del debitore insolvente e, se quest'ultimo ha fornito garanzie sufficienti per coprire i propri debiti, eliminare di fatto la propria esposizione¹⁹.

Solo alla fine degli anni '70 e nel corso degli anni '80, lo sviluppo di nuove forme di derivati, quali gli *swaps*²⁰, ha rappresentato una sfida per le legislazioni vigenti, permettendo all'industria, ormai unita nell'ISDA, di influenzare a proprio vantaggio il processo decisionale e politico in materia nei vari Stati aderenti. Ciò ha prodotto importanti risultati soprattutto nel Regno Unito che, in virtù di una più ampia strategia di deregolamentazione del settore finanziario, conosciuta come "*Big Bang*", ha sancito nel Financial Services Act del 1986 la garanzia di esecutività dei derivati OTC, compresi quelli speculativi. Tale garanzia è stata poi confermata nel successivo Financial Services and Markets Act del 2000 (FSMA) ed affiancata ad un più favorevole regime regolamentare, sotto la supervisione della Financial Services Authority (FSA)²¹, che, prima della crisi finanziaria globale, era meno incline ad interferire direttamente nel commercio di derivati OTC.

¹⁷ Nel diritto fallimentare degli Stati Uniti, ad esempio, si parla di *automatic stay* per intendere un'ingiunzione automatica che blocca le azioni dei creditori, con alcune eccezioni, per riscuotere i debiti da un debitore che ha dichiarato fallimento. Ai sensi dell'articolo 362 del codice fallimentare degli Stati Uniti, la sospensione decorre dal momento in cui viene presentata l'istanza di fallimento.

¹⁸ "Di solito" perché, ad esempio, alcune disposizioni del Codice fallimentare statunitense ricollegano l'esenzione dall'*automatic stay* a caratteristiche specifiche della controparte. Una controparte di un'opzione, infatti, può escutere la garanzia solo se è un "*commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, or securities clearing agency.*" §362(b)(6). Al contrario, qualsiasi controparte di un contratto di swap può escutere garanzie. Per un'analisi più approfondita di queste disposizioni, si veda NOVIKOFF, *Special Bankruptcy Code Protections for Derivative and Other Financial Market Transactions*, New York, (2002), 194.

¹⁹ Per una puntuale descrizione di questo tema, EDWARDS – MORRISON, *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?*, in *Yale Journal on Regulation*, (2005), 106.

²⁰ Si veda HODGSON, *The Birth of the Swap*, in *Financial Analysts Journal*, (2009), 1.

²¹ Così, AWREY, *The FSA, Integrated Regulation and the Curious Case of OTC Derivatives*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, (2010), 1; MARKHAM, *Super*

Tale regime di regolamentazione transnazionale privata, tuttavia, richiede uno sforzo costante dell'ISDA nella prospettiva di un sempre maggiore riconoscimento da parte del più ampio numero di giurisdizioni, così evitando eventuali interferenze interpretative che possano mettere in discussione l'intero accordo e, nel lungo termine, tutto il sistema. Il lavoro di *lobbying* sul processo legislativo è finalizzato, pertanto, a garantire che il commercio in derivati OTC goda di una tendenziale immunità dalle legislazioni nazionali, pur sussistendo al contempo questioni di tipo pratico e normativo, soprattutto a seguito della crisi finanziaria globale, circa la tutela della stabilità del mercato²².

2. *Il Master Agreement ISDA tra pareri legali e safe harbours*

Il principale strumento attraverso il quale si realizza il regime di regolamentazione transnazionale privata nel mercato dei derivati OTC è il Master Agreement dell'ISDA²³. Il primo modello, sviluppato nel 1987 e noto come *ISDA Interest Rate and Currency Exchange Agreement*, è stato oggetto di un ambizioso processo di revisione che ha portato alla pubblicazione del Master Agreement ISDA del 1992, ancora oggi ancora utilizzato, seppur in combinazione con il più aggiornato Master Agreement ISDA del 2002²⁴. Si

Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom and Japan, in *Brooklyn Journal of International Law*, (2003), 319.

²² Di questo avviso, HELLEINER – PAGLIARI, *The End of Self-Regulation? Hedge Funds and Derivatives in Global Financial Governance*, in *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Londra, 2009; QUINN, *The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008*, in *New York University Journal of Law & Business*, (2009), 549; MORGAN, *Reforming OTC Markets: The Politics and Economics of Technical Fixes*, in *European Business Organization Law Review*, (2012); MORGAN, *Constructing Financial Markets: Reforming Over-the-Counter Derivatives Markets in the Aftermath of the Financial Crisis*, in Grant – Wilson, *The Consequences of the Global Financial Crisis*, Oxford, 2010, 67.

²³ Sul punto, CHOI – GULATI, *Contract as Statute*, in *Michigan Law Review*, (2006), 1129-1140; FRANZEN, *Design of Master Agreements for OTC Derivatives*, Monaco, 2001.

²⁴ Per una maggiore comprensione di come sia negoziato un Master Agreement, HARDING, *Mastering the ISDA Master Agreements 1992 and 2002: A Practical Guide for Negotiation*, Londra, 2010.

tratta di un modello contrattuale standard che disciplina in modo completo tutte le obbligazioni derivanti da questo tipo di transazioni, comprese quelle che ciascuna parte è tenuta a adempiere su base giornaliera. Inoltre, tale modello contiene tutte le disposizioni disciplinanti l'inadempimento, la risoluzione o l'impossibilità contrattuale.

Il documento principale è accompagnato dalle c.d. *confirmations* che delineano i dettagli economici specifici della transazione, consentendo quindi di introdurre aspetti personalizzati e “su misura”²⁵. Ad esse si aggiungono le garanzie prestate, le quali sono generalmente regolate da un documento di supporto appositamente realizzato dall'ISDA, denominato “*Credit Support Annex*”²⁶. Infatti, le parti di una transazione in derivati OTC, di solito, si proteggono attraverso la costituzione di apposita garanzia (prevalentemente in forma di contanti²⁷) nota come *collateral*²⁸. Questo rappresenta uno strumento estremamente importante nella corretta gestione ed esecuzione dei contratti derivati OTC, anche e soprattutto in relazione alla risoluzione delle controversie.

Il Master Agreement ISDA è stato redatto avendo come riferimento le giurisdizioni di *common law* ed in particolare le pratiche più diffuse nel mercato inglese ed americano. Non a caso, le clausole riguardanti la scelta

²⁵ L'ISDA pubblica sia modelli standard di *confirmations* che modelli diversificati a seconda del tipo di operazione. Infatti, sebbene il Master Agreement ISDA specifichi i termini applicabili alla relazione contrattuale nel complesso, ogni singola transazione nell'ambito di un Master Agreement ISDA è solitamente documentata da una *confirmation* separata. Per approfondire, si consulti www.isda.org.

²⁶ Sul *Credit Support Annex*, JOHNSON, *A Guide to Using and Negotiating OTC Derivatives Documentation*, New York, 2005.

²⁷ In tal senso, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *ISDA Margin Survey Year end 2020, 2021*, in www.isda.org.

²⁸ Per *collateral* si intende un bene reale o finanziario concesso in garanzia del puntuale pagamento di un debito. Se alla scadenza, il debitore non è in grado di pagare quanto previsto, il creditore può rivalersi sul bene, per es. vendendolo, e utilizzando tutto o parte del ricavato per soddisfare il suo credito. Vi sono diverse tipologie di *collateral constraints* (vincoli di garanzia). Sugli usi del *collateral*, COLEBROOKE, *A Treatise on the Law of Collateral Securities: As Applied to Negotiable, Quasi-negotiable, and Non-negotiable Choices in Action*, Chicago, in Riles, *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, in Chicago University Press, (2011).

della legge applicabile e della giurisdizione, presenti sia nella versione del 1992 che in quella del 2002²⁹, raccomandano alle parti di selezionare la legge e le corti inglesi o del distretto meridionale di New York, in quanto *derivatives-friendly*, così da minimizzare il più possibile interferenze applicative ed interpretative alla corretta esecuzione dei propri contratti OTC³⁰.

Nonostante la presenza di uno standard così altamente sviluppato, il Master Agreement ISDA rimane pur sempre un meccanismo contrattuale. Di conseguenza, alla luce dei principi di *common law* in materia di contratti, della dottrina sul conflitto di leggi nonché della legislazione nazionale pertinente, la effettiva capacità vincolante del contratto potrebbe essere messa in discussione³¹. In particolare, potrebbe accadere che (1) una disputa scaturita dal Master Agreement ISDA sia regolata da una giurisdizione diversa da quella inglese o di New York³², con il rischio che la giurisdizione non sia *derivatives-friendly*; (2) la corte interpreti il Master Agreement in

²⁹ La Sezione 13 del Master Agreement ISDA del 2002 rappresenta un implicito riconoscimento di tale intenzione dell'ISDA di deferire le controversie attinenti ai contratti derivati OTC a queste giurisdizioni, raccomandando di scegliere, quale legge applicabile e giurisdizione di riferimento, quella inglese o dello Stato di New York. Inoltre, la guida utente dell'ISDA al Master Agreement del 2002 indica che "*Le parti che vogliono scegliere, quale legge applicabile, una diversa da quella inglese o dello Stato di New York di considerare attentamente tale scelta con i propri consulenti legali*".

³⁰ Ai fini del presente documento, si ritiene che si verifichi un' "interferenza interpretativa" nel contesto del regime di regolamentazione transnazionale privata quando gli organismi di normazione privati (in questo caso l'ISDA) si trovano di fronte a interpretazioni finali dei loro standard da parte dei tribunali nazionali o altri organismi che contrastano con le loro stesse interpretazioni, e che potrebbero avere conseguenze significative per le pratiche di mercato, ma che, al contempo non hanno alcuna possibilità di influenzare; Sul punto, BLACK – ROUCH, *The Development of the Global Markets as Rule Makers: Engagement and Legitimacy*, in *L. & Finan'l Mkts. Rev.*, (2008), 225.

³¹ In questo modo, PAECH, *The Need for an International Instrument on the Enforceability of Close-Out Netting in General and in the Context of Bank Resolution, Preliminary Draft Report*, in *Unidroit Study Group on Principles and Rules on the Netting of Financial Instruments*, (2011).

³² Su questa ipotesi, WAI, *Transnational Liftoff and Juridical Touchdown: The Regulatory Function of Private International Law in an Era of Globalization*, in *Columbia Journal of Transnational Law*, (2002), 209.

modo non coerente alle indicazioni dell'ISDA, così come espresse dagli *amicus brief* commissionati³³.

Ciò evidenzia che il Master Agreement ISDA da solo non è capace di garantire la piena ed effettiva operatività del regime regolamentare privato. Perciò, l'ISDA è costantemente impegnata nel cercare di dare efficacia alle norme contenute nei suoi modelli contrattuali attraverso diverse modalità di intervento. Innanzitutto, al fine di mitigare *ex ante* l'incertezza giuridica e il rischio di mutamenti interpretativi avversi, l'ISDA commissiona pareri giuridici ai principali studi legali delle giurisdizioni di interesse³⁴. Questi pareri offrono un diverso grado di certezza giuridica in relazione ad una specifica transazione, specie con riguardo alla misura del rischio con cui le legislazioni in materia di bancarotta e gioco d'azzardo possono compromettere, per le ragioni suddette, la regolare esecuzione e compensazione dei contratti derivati OTC³⁵.

Le opinioni sono utili specialmente nelle giurisdizioni con una legislazione poco favorevole alle transazioni in derivati OTC e, più in generale, possono avere una utilità normativa nel contesto dei requisiti internazionali di adeguatezza patrimoniale³⁶. Ad esempio, un tema che costituisce tipicamente oggetto delle opinioni legali commissionate dall'ISDA è quello relativo al *close-out netting*³⁷. Tale procedimento, se

³³ Si veda www.isda.org/category/legal/amicus-briefs

³⁴ Si veda www.isda.org/category/opinions

³⁵ In tal senso, EDWARDS – MORRISON (nt. 19), 127; LYNCH, *Gambling by Another Name? The Challenge of Purely Speculative Derivatives* in *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, (2012).

³⁶ Per un approfondimento, si veda COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, 2010, 34, in www.bis.org. Inoltre, si segnala YOUNG, *Transnational regulatory capture? An empirical examination of the transnational lobbying of the Basel Committee on Banking Supervision*, in *Review of International Political Economy*, 2012, 663-688.

³⁷ Sulla rilevanza del meccanismo di *close-out netting* nel mercato dei derivati OTC, MENGLE, *The Importance of Close-Out Netting*, (2010), in www.isda.org; PAECH, *Close-Out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2015, 419-452.

consentito, permette al creditore di non avere una massa di transazioni irrisolte, ma una cifra unica di liquidazione. Ciò è particolarmente importante non solo per le istituzioni finanziarie, al fine di soddisfare i requisiti di adeguatezza patrimoniale stabiliti da Basilea³⁸, ma in generale, per tutte le parti di una transazione in derivati OTC poiché le pone in una posizione privilegiata in caso di fallimento della controparte³⁹.

Pertanto, essendo l'esecutività delle clausole di *close-out netting* altamente proficua per i partecipanti al mercato dei derivati OTC, è primario interesse dell'ISDA verificare che tale meccanismo sia consentito dalla legislazione locale in materia, commissionando pareri legali nelle varie giurisdizioni⁴⁰. Tali pareri costituiscono, di conseguenza, una fonte di fiducia per il mercato e per le autorità di regolamentazione bancaria nazionali. Infatti, essi possono essere utilizzati anche dalle banche per giustificare determinati calcoli riguardanti l'ammontare di capitale che deve essere allocato per coprire il rischio sulle transazioni.

Ciononostante, considerando la non vincolatività di questi pareri, è probabile che essi abbiano un'efficacia limitata nel garantire, da soli, il pieno rispetto di quanto previsto da un contratto derivato OTC. Per questo motivo, viene seguita un'ulteriore strategia basata sull'incorporazione di norme private all'interno delle legislazioni nazionali⁴¹. In questo modo gli standard

³⁸ Attraverso tale procedimento, è possibile per le istituzioni finanziarie ridurre quotidianamente il capitale che devono accantonare per conformarsi alle disposizioni sul rischio di credito previste da Basilea II. In questo modo, PYKHTIN – ZHU, *Measuring Counterparty Credit Risk for Trading Products under Basel II*, (2006), in www.ssrn.com.

³⁹ Infatti, nel caso in cui una parte sia sottoposta ad una procedura concorsuale (i) tutte le operazioni regolate dal Master Agreement si risolvono; (ii) viene determinato il valore di mercato di ciascuna di esse; (iii) si procede alla compensazione delle reciproche pretese e, infine, (iv) l'importo netto così determinato viene addebitato alla parte debitrice. Si veda MANFROI, *Le operazioni in derivati OTC e le situazioni di insolvenza*, 2012, in www.dirittobancario.it.

⁴⁰ Per l'analisi di un caso pratico, MCNAMARA – METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy: Introduction to the ISDA Master Agreement*, in *The Journal of Financial Crises*, (2019), in www.elischolar.library.yale.edu

⁴¹ A tal proposito, BLACK, *Enrolling Actors in Regulatory Processes: Examples from UK Financial Services Regulation*, in *Public Law*, (2003), 62.

assumono il valore legislativo tipico di una norma che, come tale, si applica a tutti gli operatori del mercato in maniera generalizzata.

Nello specifico, l'ISDA e i suoi membri lavorano con i governi nazionali, utilizzando questo approccio, soprattutto al fine di incoraggiare un trattamento legislativo dei derivati OTC uniforme tra le varie giurisdizioni che garantisca l'esecutività trans-giurisdizionale del Master Agreement e per trasporre i *safe harbour* ad esso relativi. I processi di incorporazione legislativa nell'ambito del mercato dei derivati OTC hanno da sempre beneficiato del fatto che i *safe harbour*, appositamente predisposti, riguardano di solito questioni "tecniche e astruse"⁴², godendo così di "rilevanza politica relativamente bassa", nonostante il fatto che spesso tali norme si discostino dai principi giuridici tradizionali e possano comportare conseguenze distributive negative⁴³.

L'obiettivo finale dei *safe harbour* è facilitare la regolare esecuzione e compensazione dei contratti derivati OTC a prescindere dall'intenzione delle parti dell'accordo di speculare o di coprire esposizioni e indipendentemente dal fatto che una delle parti sia divenuta insolvente. La non immediata esecutività dei contratti OTC costituirebbe una minaccia non solo per il mercato dei derivati OTC, ma anche per il sistema finanziario nel suo complesso. Infatti, l'ISDA ed i suoi membri ritengono che, ove non fosse possibile compensare velocemente le posizioni derivanti dal contratto derivato OTC, specie se in situazione di insolvenza, il fallimento di un operatore del mercato dei derivati OTC sarebbe tale da poter determinare un effetto domino estremamente rischioso⁴⁴.

⁴² In questo modo, MORGAN, *Market Formation and Governance in International Financial Markets: The Case of OTC Derivatives*, in *Human Relations*, (2008), 20.

⁴³ A tal riguardo, NEWMAN – POSNER, *Structuring transnational interests: the second-order effects of soft law in the politics of global finance*, in *Review of International Political Economy*, 2016, 768-798.

⁴⁴ Così, su tutti, JORION – ZHANG, *Credit Contagion from Counterparty Risk*, in *Journal of Finance*, (2009), 253; STOUT, *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*, in *Regulation*, 2009, 30-33; inoltre, sulla necessità di restringere il campo di applicazione dei *safe harbour* per i contratti derivati OTC al fine di ridurre il rischio sistemico, si veda

Infatti, in primo luogo, sarebbero minacciate le posizioni degli altri partecipanti al mercato dei derivati OTC che hanno instaurato rapporti commerciali con la controparte insolvente, ed in secondo luogo, potrebbe generarsi un rischio sistemico con le conseguenti esternalità negative per la società nel suo complesso⁴⁵, determinando un forte aumento del costo del capitale e del credito e/o una forte riduzione della disponibilità di capitale e di credito⁴⁶. Inoltre, i partecipanti al mercato dei derivati OTC, soprattutto i principali⁴⁷, potrebbero essere ritenuti dagli Stati nazionali troppo grandi o troppo interconnessi per fallire⁴⁸, pertanto, potrebbe ricadere sulla collettività il potenziale costo del salvataggio pubblico di tali istituzioni private.

Sulla base di tali osservazioni, l'ISDA ed i suoi membri hanno esercitato non poche pressioni sui governi nazionali e le autorità competenti circa la convenienza di un *safe harbour* per i derivati OTC attraverso l'implementazione di specifiche previsioni legislative. In tal senso, l'ISDA offre un vero e proprio modello di legge sul *netting*⁴⁹, e una guida sulla sua implementazione, che affronta sia l'immunità dalle procedure di insolvenza sia le esenzioni dalla legislazione sul gioco d'azzardo.

TUCKMAN, *Amending Safe Harbors to Reduce Systemic Risk in OTC Derivatives Markets*, 2010, in www.centerforfinancialstability.com.

⁴⁵ Per un'utile definizione di rischio sistemico, si veda, per esempio, DAVIS, *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford, (1992), 117. L'autore definisce il rischio sistemico come "a disturbance in financial markets which entails unanticipated changes in prices and quantities in credit or asset markets, which lead to a danger of failure of financial institutions, and which in turn threatens to spread so as to disrupt the payments mechanism and the capacity of the financial system to allocate capital".

⁴⁶ Così, KAUFMAN – SCOTT, *What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?*, in *Indep. Rev.*, (2003), 371, 372–376.

⁴⁷ In merito, DUFFIE, *The Failure Mechanics of Dealer Banks*, in *Journal of Economic Perspectives*, (2010), 51.

⁴⁸ Delle possibili soluzioni a questo problema in WILMARTH, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-to-Fail Problem*, in *Brooklyn Journal of International Law*, (2010), 707, in www.scholarship.law.gwu.edu; ATTINGER, *Crisis Management and Bank Resolution: Quo Vadis, Europe?*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series No 13*, (2011), 18, in www.ecb.europa.eu. In relazione al criterio *too linked/interconnected to fail*, si veda LIN, *Compliance, Technology, and Modern Finance*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, (2016).

⁴⁹ In particolare, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Model Netting Act and Guide*, 2018, in www.isda.org.

Tutto ciò dimostra che l'ISDA non si limita a redigere un modello contrattuale uniforme per le transazioni in derivati OTC. Infatti, si preoccupa di garantirne l'esecutività commissionando pareri legali, ma, soprattutto, esercitando pressioni sui legislatori nazionali.

3. Brexit: *shock giuridico avverso o occasione per l'industria?*

I meccanismi contrattuali attraverso i quali l'ISDA cerca di garantire l'efficacia e l'effettività del regime di regolamentazione transnazionale privata sono sottoposti ad una generale e costante incertezza. Quest'ultima è connessa sia al trattamento differenziato che tali contratti ricevono da parte delle diverse giurisdizioni, sia ad eventuali mutamenti interpretativi o giuridici non previsti *ex ante* dalle parti coinvolte nel rapporto contrattuale.

In tal senso, un evento rilevante per il mercato dei contratti derivati OTC è rappresentato dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea a partire dal 31 gennaio 2020⁵⁰. Da tale momento, infatti, il Regno Unito ha cessato di essere Stato membro dell'Unione europea e conseguentemente la normativa comunitaria non può più applicarsi nei suoi confronti e dei suoi cittadini⁵¹.

Inoltre, il *Trade and Cooperation Agreement* ("TCA")⁵², siglato il 30 dicembre 2020 e che regolerà i futuri rapporti tra il Regno Unito e gli

⁵⁰ Si è giunti a tale risultato dopo un lungo percorso iniziato con il Referendum, tenutosi il 23 giugno 2016, in cui i cittadini inglesi hanno votato per lasciare l'Unione europea, dando avvio così al processo di recesso, ex art. 50 del Trattato di Lisbona, che si è concluso con un Accordo sul Recesso del Regno Unito dall'Unione europea, siglato il 17 ottobre 2019 ed entrato in vigore il 1° febbraio 2020. Per un approfondimento, si consulti www.consilium.europa.eu. Per un'analisi delle cause che hanno portato alla Brexit, si consiglia CLARKE – GOODWIN – WHITELEY, *Brexit*, Cambridge, 2017; ARNORSSON – ZOEGA, *On the causes of Brexit*, in *European Journal of Political Economy*, 2018, 301-323; MATTI – ZHOU, *The political economy of Brexit: explaining the vote*, in *Applied Economics Letters*, 2017, 1131-1134.

⁵¹ Sulle altre conseguenze della Brexit, si segnala PETTIFOR, *Brexit and its Consequences*, in *Globalizations*, 2017, 127-132; CHANG, *Brexit and its economic consequences*, in *World Econ.*, 2018, 2349– 2373.

⁵² Si veda *Accordo sugli Scambi Commerciali e la Cooperazione tra l'Unione europea e la Comunità europea dell'Energia Atomica, da una parte, e il Regno Unito di Gran Bretagna*

Stati membri UE, non ha previsto una regolamentazione specifica in materia di servizi finanziari, con l'inevitabile incertezza sui futuri rapporti tra Regno Unito ed Unione europea anche nel settore dei derivati OTC. Più di recente, tuttavia, con l'annuncio del 26 marzo 2021, è stata confermata la conclusione delle discussioni tecniche sul testo del *memorandum* d'intesa sulla cooperazione in materia di regolamentazione dei servizi finanziari⁵³.

Il *memorandum* d'intesa, una volta firmato, sarà la base per la cooperazione normativa volontaria nell'ambito dei servizi finanziari tra il Regno Unito e l'Unione europea, istituendo un *forum* congiunto sulla regolamentazione finanziaria che fornirà una piattaforma per facilitare il dialogo sulle questioni relative ai servizi finanziari. Sebbene non abbia valore normativo, il *memorandum* d'intesa rappresenta comunque un primo passo in avanti in quanto, per l'Unione europea, costituisce un prerequisito essenziale per concedere al Regno Unito qualsiasi ulteriore diritto di accesso in materia di equivalenza normativa.

L'incertezza determinata dalla Brexit, di conseguenza, avrà un impatto rilevante sul mercato dei derivati nell'Unione. Nel 2019 infatti, secondo il *report* annuale dell'European Securities and Market Authority (ESMA), questo mercato ha raggiunto un importo nozionale totale in essere di 681 trilioni di euro ed i contratti *over-the-counter* hanno rappresentato ancora la maggior parte di tale importo (92%). Il restante 8% è in derivati negoziati in borsa (ETD). Inoltre, il Regno Unito è

e Irlanda del Nord, dall'altra, 2020, in www.eur-lex.europa.eu. Per un'analisi di tale accordo RIAZ, *UK's Post-Brexit Economic Prospects in View of its Trade and Cooperation Agreement (TCA) with the EU*, in *Journal of European Studies*, 2021, 20-35; MOLONEY, *Financial Services under the Trade and Cooperation Agreement: Reflections on Unfinished Business for the EU and UK*, in *Brexit Institute Working Paper Series*, 2021, 2-16; BIRKINSHAW, *Brexit and the Trade and Cooperation Agreement: Endgame or Prolegomenon?*, in *European Public Law*, 2021, 229-264; BUESA, *The EU-UK Trade and Cooperation Agreement (TCA)*, in *Banco de Espana Article*, 2021.

⁵³ A riguardo, BRUNSDEN – FOSTER, *UK and EU reach financial regulation deal in breakthrough on co-operation*, 2021, in www.ft.com

rimasto il luogo dove è avvenuta la maggior parte degli scambi di derivati in Europa, dato che l'82% dell'importo nozionale totale ha coinvolto almeno una controparte domiciliata sul territorio britannico⁵⁴.

Considerando, quindi, la rilevanza del Regno Unito per il mercato dei derivati OTC in Europa e, soprattutto, la volontà dell'industria di applicare la legge inglese ed eleggere come foro competente le corti d'oltremarina, questo evento determinerà innanzitutto un impatto sulla risoluzione delle questioni concernenti i conflitti di legge e di giurisdizione, nonché il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni⁵⁵.

Prima della Brexit, infatti, i contratti siglati sulla base del Master Agreement 2002, in ragione della clausola di cui alla sez. 13⁵⁶, erano tipicamente governati dalla legge inglese e soggetti alla giurisdizione delle sue corti. Infatti, sia i Regolamenti sulla legge applicabile⁵⁷, che quello sulla giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle decisioni⁵⁸,

⁵⁴ EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *Annual Statistical Report on EU Derivatives Markets*, 2020, in www.esma.europa.eu.

⁵⁵ In tal senso, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs – Version 8*, Domanda 10, 2020, in www.isda.org.

⁵⁶ In virtù della Sezione 13 “*Governing Law and Jurisdiction*” si stabilisce quanto segue: (a) *Governing Law. This Agreement will be governed by and construed in accordance with the law specified in the Schedule.* (b) *Jurisdiction. With respect to any suit, action or proceedings relating to any dispute arising out of or in connection with this Agreement (“Proceedings”), each party irrevocably:— (i) submits:— (1) if this Agreement is expressed to be governed by English law, to (A) the non-exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do not involve a Convention Court and (B) the exclusive jurisdiction of the English courts if the Proceedings do involve a Convention Court; or (2) if this Agreement is expressed to be governed by the laws of the State of New York, to the non-exclusive jurisdiction of the courts of the State of New York and the United States District Court located in the Borough of Manhattan in New York City; (ii) waives any objection which it may have at any time to the laying of venue of any Proceedings brought in any such court, waives any claim that such Proceedings have been brought in an inconvenient forum and further waives the right to object, with respect to such Proceedings, that such court does not have any jurisdiction over such party; and (iii) agrees, to the extent permitted by applicable law, that the bringing of Proceedings in any one or more jurisdictions will not preclude the bringing of Proceedings in any other jurisdiction.*

⁵⁷ Regolamento CE n. 593/2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I); Regolamento CE n. 864/2007 sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontrattuali (Roma II)

⁵⁸ Regolamento UE n. 1215/2012 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale (Bruxelles I bis).

in materia civile e commerciale, davano assoluta prevalenza al diritto ed alle corti inglesi, esclusivamente in base alla scelta operata dalle parti per il regime più *derivatives-friendly* offerto dalla legislazione inglese.

Nello specifico, il Regolamento sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali⁵⁹, all'art. 3 comma 1, stabilisce che “Il contratto è disciplinato dalla legge scelta dalle parti. La scelta è espressa o risulta chiaramente dalle disposizioni del contratto o dalle circostanze del caso. Le parti possono designare la legge applicabile a tutto il contratto ovvero a una parte soltanto di esso”. Di conseguenza, la scelta della legge inglese quale legge applicabile era pienamente riconosciuta dai giudici ai sensi della legislazione europea che stabiliva un quadro normativo comune tra il Regno Unito e gli altri Stati membri.

Al contempo, il Regolamento sulla giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle decisioni⁶⁰, all'art. 25, prevede che in relazione all'ipotesi di proroga espressa di giurisdizione in materia civile e commerciale “qualora le parti, indipendentemente dal loro domicilio, abbiano convenuto la competenza di un'autorità o di autorità giurisdizionali di uno Stato membro a conoscere delle controversie, presenti o future, nate da un determinato rapporto giuridico, la competenza spetta a questa autorità giurisdizionale o alle autorità giurisdizionali di questo Stato membro, salvo che l'accordo sia nullo dal punto di vista della validità sostanziale secondo la legge di tale Stato

⁵⁹ Per un approfondimento, BONOMI, *The Rome I Regulation on the law applicable to contractual obligations*, in *Yearbook of Private International Law*, (2008), 165-176. Inoltre, si segnala MANKOWSKI, *Just how free is a free choice of law in contract in the EU?*, in *Journal of Private International Law*, 2017, 231-258; MICHAELS, *The New European Choice-of-Law Revolution*, in *Tulane Law Review*, 2007, 1607-1644.

⁶⁰ Una più ampia panoramica su questo regolamento in MALATESTA, *La riforma del regolamento Bruxelles I*, Milano, 2016; FRANZINA, *Litispendenza e connessione tra Stati membri e Stati terzi nel regolamento Bruxelles I bis*, in *Rivista del Commercio internazionale*, 2014, 621-636.

membro”⁶¹. Pertanto, prima della Brexit, le controversie scaturite da un contratto derivato OTC erano sottoposte alla giurisdizione delle corti inglesi, in quanto convenuto dalle parti all’interno del proprio accordo conformemente a tale Regolamento, a prescindere da quale fosse il loro domicilio.

Inoltre, esso generalizza, estendendola a tutte le decisioni giudiziarie in materia civile e commerciale, l’abolizione dell’*exequatur*, vale a dire la soppressione di qualsiasi procedura necessaria affinché l’esecutività di una decisione resa in uno Stato membro dell’Unione Europea possa manifestarsi anche in altro Stato membro⁶². L’art. 39 prevede, infatti, che “la decisione emessa in uno Stato membro che è esecutiva in tale Stato membro è altresì esecutiva negli altri Stati membri senza che sia richiesta una dichiarazione di esecutività”. Ciò significava che le sentenze emanate dalle corti inglesi, relativamente ad un contratto derivato OTC, sarebbero state immediatamente riconosciute anche negli altri Stati membri senza alcuna interferenza.

Con l’avvento della Brexit, invece, il Regno Unito torna ad essere a tutti gli effetti uno Stato terzo per l’Unione europea. Di conseguenza, la clausola di giurisdizione esclusiva, nonché quella sulla legge applicabile⁶³, del Master Agreement non saranno più riconosciute ai sensi dei Regolamenti dell’Unione europea con i necessari effetti indesiderati.

⁶¹ Sul punto GUZZI, *La proroga di giurisdizione per volontà delle parti nel Regolamento (Ue) n. 1215/2012: nuove prospettive*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2018, 131-148.

⁶² Per *exequatur* o delibazione si intende la procedura giudiziaria che serve a far riconoscere, in un determinato paese, un provvedimento emesso dall’autorità giudiziaria di un altro paese. Su questo tema, si veda BEAUMONT – JOHNSTON, *Can Exequatur be Abolished in Brussels I Whilst Retaining a Public Policy Defence?*, in *Journal of Private International Law*, 2010, 249; KRAMER, *Abolition of Exequatur Under the Brussels I Regulation: Effecting and Protecting Rights in the European Judicial Area*, in *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, 2011, 633.

⁶³ In questo modo, O’SULLIVAN, *Brexit and choice of law in the law of obligations*, in *Australian International Law Journal*, 2018, 77-96; ESPAR – CASTELL, *Choice of law and jurisdiction in banking and finance contracts after Brexit: a perspective from Europe*, in *Law and Financial Markets Review*, 2020, 121-127.

Al momento, tuttavia, l'impatto della Brexit sui contratti derivati OTC è ancora poco prevedibile⁶⁴. In tale scenario, infatti, è possibile che una corte diversa da quelle del Regno Unito, nonostante la scelta delle parti, possa rivendicare la propria giurisdizione sulla disputa relativa all'esecuzione di un contratto derivato OTC, con tutte le conseguenze che ne derivano dal punto di vista normativo. In particolare, la giurisdizione implica l'applicazione necessaria delle norme imperative dello Stato di quella giurisdizione, ossia quelle norme ritenute irrinunciabili dall'ordinamento nazionale in ragione del loro oggetto o scopo⁶⁵. Esse devono essere sempre applicate dal giudice, allorché debba dirimere una controversia applicando il diritto straniero⁶⁶.

In tal senso la Brexit, soprattutto nel breve periodo, non può che costituire un evento avverso ed imprevisto per l'industria dei derivati OTC. Di conseguenza, l'interesse primario dell'Associazione è di evitare il più possibile che una corte diversa da quelle inglesi o del distretto meridionale di New York riesca ad affermare la propria giurisdizione. Ciò

⁶⁴ In tal senso AHMED, *Brexit and English Jurisdiction Agreements: The Post-Referendum Legal Landscape*, in *European Business Law Review*, 2016, 989-998.

⁶⁵ Ad esempio, nell'ordinamento italiano, l'art 17 della legge 218/1995, relativa al sistema italiano di diritto internazionale privato, introduce espressamente in tale sistema le norme di applicazione necessaria. Infatti, stabilisce che *“È fatta salva la prevalenza sulle disposizioni che seguono delle norme italiane che, in considerazione del loro oggetto e del loro scopo, debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera.”*

⁶⁶ Dal punto di vista giurisprudenziale, le norme di applicazione necessaria hanno trovato diverse definizioni. La Corte di giustizia dell'Unione europea ha effettuato un'importante ricostruzione concettuale nella Sentenza del 23 novembre 1999: *“le disposizioni qualificate da uno Stato membro come norme imperative di applicazione necessaria sono le disposizioni la cui osservanza è stata reputata cruciale per la salvaguardia dell'organizzazione politica, sociale o economica dello Stato membro interessato, al punto da imporre il rispetto a chiunque si trovi nel territorio nazionale di tale stato membro o a qualunque rapporto localizzato nel suo territorio”*. Il Regolamento 583/2008 (Roma I) sulla legge applicabile, riprendendo la definizione della Corte di Giustizia dell'Unione europea ha definito, all'art. 9, le norme di applicazione necessaria come, *“disposizioni il cui rispetto è ritenuto cruciale da un paese per la salvaguardia dei suoi interessi pubblici, quali la sua organizzazione politica, sociale o economica, al punto da esigerne l'applicazione a tutte le situazioni che rientrino nel loro campo di applicazione, qualunque sia la legge applicabile”*.

porrebbe in discussione l'esecutività dei contratti derivati OTC dai quali è scaturita la disputa.

L'ISDA ed i suoi membri sono, pertanto, consapevoli dei rischi di matrice internazionale-privatistica che possono emergere con riguardo alla corretta esecuzione dei contratti siglati in modo conforme al modello contrattuale del Master Agreement.

Ciononostante, la Brexit può diventare anche un'importante occasione per consolidare e rafforzare, nel lungo termine, le proprie posizioni. Infatti, l'industria, guidata dall'ISDA, può sfruttare questo contesto per promuovere una più aggressiva competizione tra il legislatore dell'Unione europea e dei singoli Stati membri e il legislatore inglese, al fine di ottenere dai primi una legislazione più accomodante e vicina a quella inglese⁶⁷. L'ISDA, come in passato, cercherà di influenzare il processo politico-decisionale e gli attori pubblici che, a loro volta, sono particolarmente recettivi degli orientamenti dell'industria nel settore dei derivati OTC⁶⁸. L'Associazione potrà in questo modo garantire uno svolgimento del mercato dei derivati OTC comunque ordinato, conforme alle regole, ma, al contempo, aperto a forme di derivati OTC più innovativi, nonché più rischiosi come, ad esempio, quelli totalmente speculativi.

⁶⁷ In tal senso, WAI, *The Interlegality of Transnational Private Law*, in *Law and Contemporary Problems*, (2008), 107-116. In particolare, Wai suggerisce che “*in a plural transnational society, normative systems operate in the shadow of each other...the normative code of any particular system is rife with contradictions, gaps and ambiguities. No single rationality or discourse dominates private international law and private law; rather, there is an array of different goals and priorities that generate a force field of policy concerns*”; questo è anche ciò che Colin Scott definirebbe come “*fragmented regulatory space*”. Per approfondire, SCOTT, *Analysing Regulatory Space: Fragmented Resources and Institutional Design*, in *Public Law*, (2001), 283.

⁶⁸ Ad esempio, il 7 luglio 1995 è stato proposto in Irlanda il *Netting of Financial Contracts Bill* (1995 Bill). In questo periodo erano già in corso delle iniziative in relazione all'adozione della Direttiva sul *netting* contrattuale a livello UE, sebbene tale direttiva non sia stata adottata dagli Stati membri dell'UE fino al 1996. La legislazione irlandese ha preceduto l'adozione di tale direttiva e ha specificamente sancito i *safe harbours* per i derivati OTC nel diritto nazionale. La struttura dell'*Irish Bill* e il successivo *Netting of Financial Contracts Act* (1995 Act) hanno forti somiglianze strutturali e sostanziali con l'*ISDA Model Netting Act*.

In definitiva, l’impatto della Brexit può essere esaminato da un duplice punto di vista: nel breve periodo rappresenta un potenziale ostacolo giuridico rispetto alla regolare esecuzione dei contratti derivati OTC. Al contrario, nel lungo periodo è un’occasione per gli operatori del mercato dei derivati OTC di favorire, sulla spinta di un conflitto tra giurisdizioni, una nuova e più elastica regolamentazione a livello europeo. Ciascuno Stato percepisce la necessità di attrarre un mercato così rilevante in termini occupazionali e di crescita economica come quello dei derivati OTC e ciò è possibile, in particolare, attraverso una legislazione che non ostacoli il corretto svolgimento delle transazioni⁶⁹.

4. *La rivalità tra giurisdizioni ed il rischio di arbitraggio regolamentare*

Le conseguenze più rilevanti della Brexit sul mercato dei derivati OTC derivano, perciò, anche dalla potenziale rivalità tra giurisdizioni⁷⁰. Dopo l’uscita del Regno Unito dall’Unione europea, infatti, la trasposizione dei *safe harbour* identificati dalla Associazione si svolge in una dinamica di “pressione competitiva” esercitata sui legislatori nazionali⁷¹. Essa deriva dalla crescente facilità con cui i partecipanti al mercato dei derivati OTC possono passare da una giurisdizione ad un’altra in un mondo sempre più globalizzato. Tutto ciò permette ai gruppi di interesse più potenti di esercitare una forte pressione sul processo di *policy-making*⁷².

Pertanto, le agende di riforma dei singoli Stati nazionali saranno influenzate da queste complesse interazioni con l’ISDA che potranno

⁶⁹ Per un approfondimento su queste dinamiche, si segnala WOOD – ABBOTT – BLACK – EBERLEIN – MEIDINGER, *The interactive dynamics of transnational business governance: A challenge for transnational legal theory*, in *Transnational Legal Theory*, (2015), 333-369.

⁷⁰ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit: Moving to Strategic Rivalry*, in *The Swap Podcast*, (2021).

⁷¹ A tal proposito, un esame del medesimo problema negli Stati Uniti in JOHNSON, *Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation*, in *Nevada Law Journal*, 2013, 542-619.

⁷² In questo senso, MICHAELS, *The Re-Statement of Non-State Law: The State, Choice of Law and the Challenge of Global Legal Pluralism*, in *Wayne Law Review*, (2005), 1209.

determinare implicazioni non solo normative, ma anche economiche e sociali sia positive che negative, con l'effetto, per esempio, di attrarre o meno i principali operatori finanziari attivi in tale settore, con le necessarie conseguenze sui tassi di occupazione e di crescita all'interno del proprio territorio.

Tali interazioni, pur offrendo ai governi nazionali opportunità di miglioramento del benessere sociale nel breve e medio termine, suscitano nondimeno preoccupazioni in relazione alla volontà del singolo Stato di "superare" le altre giurisdizioni al fine di prevenire fenomeni di arbitraggio regolamentare⁷³. Come nel caso offerto dalla Brexit, è possibile che i singoli legislatori nazionali, sotto la forte pressione dell'ISDA, favorita dalla attuale competizione, implementino normative *derivatives friendly* che, al contempo, possono generare anche carenze normative socialmente non ottimali nel lungo termine⁷⁴. Nel Regno Unito, ad esempio, le norme sulla continua immunità dei derivati OTC puramente speculativi dal campo di applicazione delle leggi sul gioco d'azzardo sono profondamente radicate. Una trasposizione acritica di tale soluzione da parte degli Stati membri potrebbe avere implicazioni negative per le terze parti interessate dalle ricadute del *trading* di derivati OTC puramente speculativi incubando, plausibilmente, le condizioni necessarie per una futura crisi finanziaria⁷⁵.

Dunque, le interconnessioni tra il settore pubblico e quello privato tipiche di questo mercato assumono un rilievo di natura pubblicistica. Infatti, se dovesse mancare una risposta condivisa⁷⁶, questa competizione tra giurisdizioni, sollecitata dalla Brexit, potrebbe condurre ad una maggiore frammentazione normativa che finirebbe per favorire a sua volta fenomeni di

⁷³ In questo modo, PARTNOY, *Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage*, in *Journal of Corporation Law*, 1997, 211-256.

⁷⁴ Così, YORULMAZER, *Has Financial Innovation Made the World Riskier? CDS, Regulatory Arbitrage and Systemic Risk*, Amsterdam, 2012.

⁷⁵ BIGGINS – SCOTT (nt. 8), 345.

⁷⁶ In tal senso, RILES, *Managing Regulatory Arbitrage: A Conflict of Laws*, in *Cornell International Law Journal*, 2013, 63-120.

arbitraggio regolamentare⁷⁷. Ciò permetterebbe all'industria di esercitare un'influenza eccessiva sul processo decisionale, permettendo di trarre vantaggio da approcci regolamentari differenziati ed incoerenti con conseguenze distributive inaspettate sul mercato finanziario⁷⁸.

Di conseguenza, anche nel caso della Brexit, poiché l'ISDA ed i suoi membri agiscono nel proprio interesse promuovendo il recepimento delle norme chiave del mercato privato negli ordinamenti nazionali, tali norme non sono sempre in linea con gli interessi di terze parti interessate, soprattutto di quelle meno informate. La Brexit e l'impatto che comporterà per il mercato dei derivati OTC pongono perciò un significativo interrogativo dal punto di vista della legittimità normativa, poiché gli *stakeholder* potranno essere influenzati da esternalità sia positive che negative associate al *trading* di derivati OTC⁷⁹.

Infatti, questi ultimi, senza dubbio, costituiscono un valido strumento di *risk management* poiché aiutano istituzioni finanziarie, imprese, enti governativi e altri utenti finali a gestire e a trasferire i rischi connessi alle proprie attività, riducendo, di conseguenza il costo del capitale e aumentando l'efficienza del mercato⁸⁰. Tuttavia, in determinate circostanze, i derivati OTC possono contribuire, come in passato, all'instabilità finanziaria. In particolare, un loro uso improprio, l'elevata concentrazione del mercato nonché le profonde interconnessioni tra i partecipanti allo stesso e l'assenza

⁷⁷ SCOTT (nt. 67), 283. Si veda anche PICCIOTTO, *Networks in International Economic Integration: Fragmented States and the Dilemmas of Neo-Liberalism*, in *Northwestern Journal of International Law and Business*, (1996-1997), 1014.

⁷⁸ A questo riguardo, CHALMERS – YOUNG, *Network effects in the formation of the financial industry's regulatory preferences in the European Union*, in *Business and Politics*, (2020), 52-84.

⁷⁹ In questo modo, ARAUJO – LEAO, *OTC derivatives: Impacts of regulatory changes in the non-financial sector*, in *Journal of Financial Stability*, 2016, 132-149.

⁸⁰ Si veda BERNARD, *An Overview of Derivatives as Risk Management Tools*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1995, 195-208.

di trasparenza hanno tutti contribuito agli impatti radicali che il mondo ha già sperimentato durante la crisi finanziaria globale⁸¹.

La sfida principale per i *policymakers*, pertanto, è garantire che le operazioni in derivati OTC siano negoziate correttamente e vigilate con prudenza. Ciò comporta l'implementazione di leggi e regole che mirino a prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori di mercato senza ostacolare, al contempo, la corretta esecuzione di tali transazioni⁸².

⁸¹ BLACK – ROUCH (nt. 29), 218-224; MCCLINTOCK, *International Financial Instability and the Financial Derivatives Market*, in *Journal of Economic Issues*, 1996, 13-33.

⁸² A tal proposito, SALIFU, *The Role of over-the-counter (OTC) derivatives in Global Financial Crisis and Corporate Failures in recent times and its regulatory impacts*, in *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 2018, 53-76.

CAPITOLO II

LE INTERFERENZE DELLA BREXIT NELL'ESECUZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI OTC

SOMMARIO: 1. I conflitti di legge *post Brexit* e la soluzione del Regno Unito. – 2. Giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle sentenze: quali ostacoli? – 3. Ulteriori conseguenze sui contratti derivati OTC preesistenti. – 4. La redazione dei contratti finanziari post Referendum.

1. *I conflitti di legge post Brexit e la soluzione del Regno Unito*

La decisione del Regno Unito di lasciare l'Unione europea è di notevole rilevanza per il mercato dei contratti derivati OTC. In particolare, per le parti private coinvolte in queste transazioni è di primaria importanza conoscere quale legge si applichi ai rapporti contrattuali e quale sia la corte munita di giurisdizione sulle eventuali controversie⁸³. Questo evento, dunque, potrebbe determinare alcune incertezze con riguardo a tali questioni di diritto internazionale privato⁸⁴.

Innanzitutto, prima della Brexit, tutti i contratti siglati sulla base del Master Agreement ISDA erano generalmente governati, per scelta delle parti, dalla legge inglese conformemente alla clausola prevista nel Master Agreement stesso. Infatti, i Regolamenti Roma I e Roma II sulla legge applicabile, rispettivamente, alle obbligazioni contrattuali ed

⁸³ In questo modo, LEHMANN - D'SOUZA, *What Brexit means for the interpretation and drafting of financial contracts*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2017, 101-103.

⁸⁴ Su tutti, RÜHL, *Private International Law post-Brexit: Between Plague and Cholera*, in *Revue de Droit Commercial Belge*, 2020, 1; ROGERS, *Things Fall Apart: Brexit and Choice of Law and Jurisdiction Clauses*, in *The Journal for International Trade and Transport Law*, 2016, 597-612; RÜHL, *Judicial Cooperation in Civil and Commercial Matters after Brexit, Which Way Forward*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2018, 99-128.

extracontrattuali, davano assoluta prevalenza alla scelta operata dalle parti per il regime più *derivatives-friendly* offerto dal diritto inglese⁸⁵.

Dopo due decenni di integrazione ed applicazione, tuttavia, tali regolamenti hanno cessato di applicarsi al Regno Unito allo scadere del periodo transitorio previsto dagli accordi conseguenti alla Brexit. Per tale ragione, la scelta delle parti sulla legge applicabile non potrà più essere riconosciuta in virtù dei suddetti Regolamenti europei, che invece, ai sensi dell'Accordo sul recesso⁸⁶, saranno ancora applicati nel Regno Unito, ma solo con riguardo ai contratti conclusi prima della fine del periodo di transizione o qualora gli eventi di danno si siano verificati prima della scadenza di tale termine⁸⁷.

Di conseguenza, il 29 marzo 2019 il governo inglese ha introdotto un apposito strumento normativo⁸⁸ che, al di là delle poche differenze formali, ha sostanzialmente incorporato le regole stabilite nei Regolamenti Roma I e Roma II per determinare quale sia la legge applicabile al proprio contratto ed alle obbligazioni extracontrattuali. In questo modo, a partire dal 1° gennaio 2021, nel Regno Unito si sono continuate ad applicare in materia le stesse norme, considerando anche il dichiarato intento del governo inglese di preservare la certezza del diritto per i soggetti contraenti⁸⁹.

Al contempo, i regolamenti Roma I e Roma II non si basano sulla condizione di reciprocità, così che si applicano in ogni Stato membro

⁸⁵ Regolamento CE n. 593/2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I); Regolamento CE n. 864/2007 sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontrattuali (Roma II).

⁸⁶ Art. 66, Titolo VI, Accordo sul recesso del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord dall'Unione europea e dalla Comunità europea dell'energia atomica, in www.eur-lex.europa.eu.

⁸⁷ Per approfondire, COMMISSIONE EUROPEA, *Notice to stakeholders withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of Civil Justice and Private International Law*, 2020, in www.ec.europa.eu.

⁸⁸ *The Law Applicable to Contractual Obligations and Non-Contractual Obligations* (SI 2019/834) (EU Exit Regulations), 2019, in www.legislation.gov.uk

⁸⁹ Si veda, a tal proposito, *EU legislation and UK law*, in www.legislation.gov.uk/eu-legislation-and-uk-law.

dell'Unione europea semplicemente per definire la scelta dei contraenti delle norme di legge applicabile, potendo quindi riconoscere, come applicabile, anche la legge non appartenente ad alcuno degli Stati membri. Pertanto, i tribunali degli Stati membri dell'Unione europea continueranno a ritenere valida e legittima l'eventuale scelta della legge inglese operata dalle parti nell'ambito del Master Agreement ISDA per disciplinare le proprie obbligazioni contrattuali ed extracontrattuali. In ogni caso, si dovranno rispettare le norme di applicazione necessaria in tutte le situazioni che rientrino nel loro campo d'applicazione, qualunque sia la legge applicabile al contratto⁹⁰.

La fine del periodo di transizione non ha comportato, pertanto, modifiche sostanziali per quanto riguarda la scelta della legge applicabile. Tuttavia, nel tempo, è possibile che i tribunali inglesi interpretino le norme interne con cui sono state incorporate le disposizioni dei regolamenti Roma I e Roma II in modo diverso dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea, giungendo così ad applicazioni potenzialmente differenti.

2. *Giurisdizione, riconoscimento ed esecuzione delle sentenze: quali ostacoli?*

Il quadro normativo che disciplina la giurisdizione, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale all'interno dell'Unione europea è stabilito dal regolamento Bruxelles I bis⁹¹. Esso

⁹⁰ Art. 9, Regolamento CE n. 593/2008. Per un'analisi più approfondita, si segnala BONOMI, *Overriding Mandatory Provisions in the Rome I Regulation on the Law Applicable to Contracts*, in *Yearbook of Private International Law*, 2009, 285-300; VAN BOCHOVE, *Overriding Mandatory Rules as a Vehicle for Weaker Party Protection in European Private International Law*, in *Erasmus Law Review*, 2014, 147-156.

⁹¹ Regolamento UE n. 1215/2012 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale. Sull'importanza del Regolamento Bruxelles I bis per le controversie civili internazionali, si veda DICKINSON, *Background and Introduction to the Regulation*, in Dickinson – Lein, *The Brussels I (Recast) Regulation*, Oxford, (2015).

attribuisce giurisdizione esclusiva alle corti scelte dalle parti⁹² e, inoltre, garantisce il riconoscimento e la possibilità di far eseguire le sentenze negli altri Stati membri⁹³. Tuttavia, dopo la Brexit, anche tale regolamento ha cessato di applicarsi alle relazioni tra il Regno Unito e l'Unione europea, determinando difficoltà più rilevanti per il mercato dei derivati OTC⁹⁴.

Infatti, la regolamentazione inglese sulla giurisdizione civile⁹⁵, entrata in vigore al termine del periodo di transizione, ha previsto una serie di emendamenti alla legislazione interna sulla cooperazione giudiziaria in materia civile e commerciale, come il *Civil Jurisdiction and Judgments Act* del 1982 e le *Civil Procedure Rules* del 1998. In particolare, tali modifiche legislative hanno interessato le norme sulla competenza giurisdizionale nonché quelle sul riconoscimento e sull'esecuzione delle decisioni ed hanno abrogato il regolamento Bruxelles I bis prevedendo, al contempo, disposizioni transitorie con l'effetto di preservare quest'ultimo per i casi che erano in corso alla fine del periodo di transizione⁹⁶.

Il Regolamento Bruxelles I bis continuerà ad applicarsi, infatti, a tutti i procedimenti legali avviati: (i) prima del 1° gennaio 2021, o (ii) dopo tale data, se sono considerati "connessi" ai procedimenti iniziati prima della fine del periodo di transizione⁹⁷. Per i procedimenti avviati dopo il 1° gennaio 2021, il governo del Regno Unito intende colmare la lacuna normativa attraverso: (i) la Convenzione dell'Aia del 30 giugno 2005 sugli accordi di

⁹² Art. 25, Regolamento UE n. 1215/2012.

⁹³ Artt. 36 e 39, Regolamento UE n. 1215/2012.

⁹⁴ Per un'analisi comparativa degli strumenti normativi in materia, si suggerisce HARTLEY, *Choice-of-court agreements under the European and international instruments: the revised Brussels I Regulation, the Lugano Convention and the Hague Convention*, Oxford, (2013).

⁹⁵ *The Civil Jurisdiction and Judgments* (SI 2019/479) ("EU Exit Regulations"), 2019, in www.legislation.gov.uk.

⁹⁶ Per approfondire, MINISTRY OF JUSTICE, *Cross-border civil and commercial legal cases: guidance for legal professionals*, 2020, in www.gov.uk. In particolare, il 30 settembre 2020, il Ministero della Giustizia inglese ha pubblicato tale guida per i professionisti del diritto. Gli orientamenti contenuti nella guida definiscono le norme vigenti in materia di competenza giurisdizionale, riconoscimento ed esecuzione delle decisioni, procedure europee speciali, che si applicheranno dal 1° gennaio 2021.

⁹⁷ Sezione 9, Regolamento UE n. 1215/2012.

scelta del foro⁹⁸, e (ii) la Convenzione di Lugano del 2007, sulla competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale⁹⁹.

La Convenzione dell'Aia del 2005 prevede che i tribunali degli Stati firmatari diano attuazione a clausole di competenza esclusiva a favore dei tribunali di altri Stati contraenti e che tali tribunali riconoscano ed eseguano le decisioni emesse in virtù di tali clausole. Gli Stati contraenti comprendono attualmente l'Unione europea (a nome di tutti gli Stati membri), Messico, Montenegro e Singapore. La Convenzione dell'Aia è entrata in vigore nel Regno Unito il 1° ottobre 2015, in virtù dell'adesione dell'Unione europea per conto degli Stati membri. Tuttavia, a seguito della Brexit, il Regno Unito ha deciso, a sua volta, di aderire autonomamente alla Convenzione dell'Aia dal 1° gennaio 2021, cosicché tale atto ha forza di legge nel diritto interno a prescindere dall'adesione all'Unione europea¹⁰⁰. In definitiva, la Convenzione dell'Aia, pertanto, ha continuato ad applicarsi, in via continuativa, dalla data di entrata in vigore originaria (*i.e.* 1° ottobre 2015).

Il campo di applicazione della Convenzione dell'Aia del 2005 è, tuttavia, limitato. In primo luogo, si applica solo alle clausole di giurisdizione esclusiva e non affronta questioni di giurisdizione derivanti da clausole di giurisdizione non esclusiva. A tal fine, sembra improbabile che le clausole asimmetriche¹⁰¹, spesso presenti nei contratti derivati OTC, possano essere

⁹⁸ *Convenzione sugli accordi di scelta del foro*, Aia, 2005, in www.hcch.net. In riferimento a tale Convenzione, si consiglia SCHULZ, *The Hague Convention of 30 June 2005 on Choice of Court Agreements*, in *Journal of Private International Law*, 2006, 243-286.

⁹⁹ *Convenzione concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale*, Lugano, 2007, in www.eur-lex.europa.eu. A tal riguardo, POCAR, *The New Lugano Convention on Jurisdiction and the Recognition and Enforcement of Judgements in Civil and Commercial Matters*, Berlino, 2009.

¹⁰⁰ Sezione 1 (2), *Private International Law (Implementation of Agreements) Act*, 2020, in www.legislation.gov.uk.

¹⁰¹ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, 2020, in www.isda.org. In particolare, alla domanda 14, le clausole asimmetriche sono definite come “*a combination of both exclusive and non-exclusive jurisdiction clauses can be inserted. This is increasingly common in commercial contracts where one party wishes to retain the option to bring proceedings against its counterparty where it has assets but impose*

considerate "esclusive" (e quindi è improbabile che ad esse si applichi la Convenzione dell'Aia).

In secondo luogo, è discutibile che la Convenzione dell'Aia continuerà ad applicarsi alle clausole di giurisdizione esclusiva, a favore dei tribunali inglesi, concordate tra il 1° ottobre 2015 ed il 1° gennaio 2021. In questo periodo, infatti, la Convenzione dell'Aia era in vigore nel Regno Unito non in quanto "Stato contraente autonomo", bensì tramite l'Unione europea che aveva aderito per conto degli Stati membri. Di conseguenza, a seguito della Brexit, i tribunali degli Stati membri dell'Unione europea potrebbero non considerare il Regno Unito come uno "Stato contraente" e, dunque, non riconoscere la clausola di giurisdizione esclusiva.

Per scongiurare qualsiasi dubbio applicativo, il legislatore inglese è intervenuto sancendo che la Convenzione dell'Aia si applica alle clausole di giurisdizione esclusiva concluse anche durante tale periodo¹⁰², come confermato dalla dichiarazione del Ministero della Giustizia del Regno Unito¹⁰³.

I tribunali degli Stati membri dell'Unione europea, però, potrebbero non adottare lo stesso approccio. Infatti, la Commissione europea ritiene che la Convenzione dell'Aia del 2005 sarà applicabile tra il Regno Unito e gli Stati membri dell'Unione europea solo per quanto riguarda le clausole di giurisdizione esclusiva relative a contratti conclusi a partire dal 1° gennaio 2021 sulla base del fatto che il Regno Unito non aveva aderito autonomamente alla Convenzione dell'Aia del 2005 prima di tale data¹⁰⁴.

the exclusive jurisdiction of the English courts on its counterparty in respect of proceedings against itself. The English courts will give effect to such asymmetrical clauses".

¹⁰² Sezione 4, The Civil Jurisdiction and Judgments (SI 2019/479) ("EU Exit Regulations"), 2019, in www.legislation.gov.uk.

¹⁰³ "The 2005 Hague Convention on Choice of Court Agreements still applies to the UK (without interruption) from its original entry into force date of 1 October 2015", MINISTRY OF JUSTICE (nt. 96).

¹⁰⁴ COMMISSIONE EUROPEA (nt. 87). In tal senso, al paragrafo 3.3, la Commissione europea ha dichiarato che "The 2005 Hague Convention will apply between the EU and the United

Il punto di vista della Commissione europea non è vincolante per i tribunali degli Stati firmatari. Tuttavia, esiste il rischio che i tribunali ignorino le clausole di giurisdizione esclusiva contenute in un contratto derivato OTC, concluso tra il 1° ottobre 2015 e il 1° gennaio 2021, a favore dei tribunali inglesi, nonostante la dichiarazione della Commissione europea.

Una possibile soluzione pragmatica per le parti di un contratto derivato OTC contenente clausole di giurisdizione esclusiva stipulate nel periodo in questione (da ottobre 2015 a fine 2020) potrebbe fondarsi sulla riformulazione della clausola di giurisdizione, in modo da tenere in considerazione l'autonoma adesione del Regno Unito alla Convenzione dell'Aia.

Infine, un ulteriore limite potrebbe derivare dal fatto che, ai sensi della Convenzione dell'Aia, una sentenza emessa da un tribunale inglese (designato sulla base di un accordo di giurisdizione esclusiva) è riconosciuta ed eseguita nell'Unione europea conformemente alle disposizioni della Convenzione e viceversa. Tuttavia, la Convenzione non prevede né il riconoscimento né l'esecuzione reciproci di misure cautelari provvisorie come, ad esempio i provvedimenti di congelamento e le ingiunzioni, secondo quanto previsto dall'articolo 7¹⁰⁵. Questo perché la Convenzione riconosce l'efficacia, in uno Stato contraente, delle sole decisioni che siano espressive di un'attività giurisdizionale di cognizione, rese dalle autorità di un altro Stato contraente in materia civile o commerciale, escludendo dal suo campo di applicazione, pertanto, le misure cautelari.

Kingdom to exclusive choice of court agreements concluded after the Convention enters into force in the United Kingdom as party in its own right to the Convention”.

¹⁰⁵ Art. 7, Convenzione sugli accordi di scelta del foro, Aia, 2005, in www.hcch.net. In tale articolo si stabilisce che “I provvedimenti cautelari non sono disciplinati dalla presente convenzione. Questa non impone né preclude la concessione, il diniego o la revoca di provvedimenti cautelari da parte di un giudice di uno Stato contraente e non osta alla facoltà di una parte di richiedere misure di questo tipo né alla facoltà del giudice di concederle, negarle o revocarle”.

L'Unione europea, inoltre, è parte della Convenzione di Lugano del 2007, un trattato che rispecchia per molti aspetti il Regolamento di Bruxelles I bis¹⁰⁶. Il Regno Unito, da parte sua, ha chiesto formalmente di aderire alla Convenzione di Lugano come Stato contraente autonomo l'8 aprile 2020¹⁰⁷. A tal fine è necessario il consenso unanime degli altri Stati contraenti. Tuttavia, sebbene Svizzera, Islanda e Norvegia abbiano già acconsentito all'adesione del Regno Unito, il consenso non è (ancora) pervenuto dagli Stati membri dell'Unione europea. Infatti, questo tema non è stato affrontato nell'Accordo sul recesso e, secondo quanto riferito, la Commissione europea ha informato gli Stati membri che una decisione rapida sulla questione non è nell'interesse dell'Unione e che, anzi, ci sono motivi per respingere la richiesta del Regno Unito¹⁰⁸.

In ogni caso, con l'eventuale adesione del Regno Unito alla Convenzione di Lugano, il regime preesistente in materia di giurisdizione ed esecuzione previsto dal regolamento di Bruxelles I bis non risulterebbe stravolto. Ciononostante, tre differenze meritano attenzione.

Innanzitutto, le decisioni della Corte di Giustizia dell'Unione europea (d'ora in poi "CGUE"), incluse quelle che interpretano la Convenzione di Lugano, non sarebbero più vincolanti per i tribunali inglesi e, al contempo, non sarebbero previste sanzioni in caso di mancato rispetto di tali decisioni. Infatti, la Convenzione di Lugano obbliga solo i tribunali che la applicano e/o che la interpretano a "tenere debitamente conto di... ogni decisione rilevante

¹⁰⁶ Le carenze del regolamento Bruxelles I (44/2001), che sono state risolte nel regolamento di Bruxelles I bis (1215/2012), persistono, tuttavia, nella Convenzione di Lugano. In particolare, la Convenzione di Lugano non impedisce le cosiddette "*torpedo actions*" (qualora una parte avvii procedimenti paralleli in un tribunale diverso da quello specificato in un accordo di giurisdizione). Il regolamento Bruxelles I bis e la Convenzione dell'Aia riducono al minimo tali pratiche, imponendo al tribunale non scelto di sospendere il procedimento fino a quando il tribunale prescelto non abbia confermato la propria giurisdizione o meno. La Convenzione di Lugano, invece, dà la precedenza al primo tribunale in cui viene proposto il procedimento.

¹⁰⁷ Si veda, a tal riguardo, MINISTRY OF JUSTICE (nt. 96).

¹⁰⁸ BRUNSDEN – KHAN – BEIOLEY – PARKER, *Britain risks losing access to valuable European legal pact*, 2020, in www.ft.com

resa" dalla CGUE¹⁰⁹. Pertanto, le corti inglesi, che hanno finora considerato le decisioni della CGUE come "guida autorevole" nei casi disciplinati dalla Convenzione di Lugano, in futuro, non essendo più vincolate, potrebbero discostarsi dai suoi orientamenti sull'interpretazione e sull'applicazione della Convenzione stessa, finendo per alterare potenzialmente il quadro giuridico di riferimento.

Inoltre, a differenza del regolamento Bruxelles I bis, affinché un accordo di giurisdizione sia effettivo ai sensi della Convenzione di Lugano è necessario che almeno una delle parti dell'accordo sia domiciliata in uno Stato contraente¹¹⁰. Di conseguenza, in caso di futura applicazione di tale Convenzione, i giudici degli Stati membri dovrebbero decidere altresì quale data prendere in considerazione ai fini del soddisfacimento di questo ulteriore requisito, se quella di conclusione dell'accordo o quella in cui è iniziata la controversia, in quanto non specificato dalla Convenzione stessa.

In terzo luogo, la Convenzione di Lugano attribuisce minore importanza agli accordi di giurisdizione esclusiva rispetto al Regolamento Bruxelles I bis. Infatti, è possibile che, ai sensi della Convenzione, la giurisdizione sia determinata dal giudice adito per primo, che a sua volta potrebbe scegliere di non declinarla, nonostante l'eventuale scelta delle parti a favore dei tribunali di un altro Stato contraente. Il regolamento Bruxelles I bis risolve tale problema attribuendo al giudice designato dalla clausola di

¹⁰⁹ A tal riguardo, BRAND, *The Lugano Case in the European Court of Justice: Evolving European Union Competence in Private International Law International Issues in National Courts: Recent Developments in Private Litigation*, in *ILSA Journal of International & Comparative Law*, 2005, 297-304; POCAR, *The External Competence of the European Union and Private International Law, The EC Court's opinion on the Lugano Convention*, Padova, 2007.

¹¹⁰ Art. 23, co. 3, Convenzione concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale, Lugano, 2007, in www.eur-lex.europa.eu. Questo articolo stabilisce che "Where such an agreement is concluded by parties, none of whom is domiciled in a State bound by this Convention, the courts of other States bound by this Convention shall have no jurisdiction over their disputes unless the court or courts chosen have declined jurisdiction". Per approfondire questo aspetto, si veda GAUTIER – STORMANN, *Lugano Convention on Jurisdiction and on the Enforcement of Judgements*, in *International Business Lawyer*, 1991, 410-414.

giurisdizione esclusiva la priorità di decidere sulla validità e sull'efficacia della stessa, anche se è stato adito per secondo. In questo modo, è probabile che la Convenzione di Lugano possa rianimare il fenomeno dell'*Italian torpedo*¹¹¹. Infatti, una parte potrebbe intentare causa anche dinanzi al tribunale di uno Stato che soffre di gravi ritardi nei procedimenti giudiziari, come l'Italia o il Belgio, al fine di rallentare la risoluzione giudiziaria della controversia.

Questo problema potrebbe essere parzialmente superato dalla sovrapposizione con la disciplina della Convenzione dell'Aia del 2005 sulla scelta del foro, che accorda il primato agli accordi di giurisdizione esclusiva conclusi, in Unione europea, dopo l'ottobre 2015¹¹². Tuttavia, la posizione della Commissione europea rispetto all'adesione del Regno Unito alla Convenzione dell'Aia del 2005 crea incertezza anche sull'efficacia di una clausola di giurisdizione esclusiva contenuta in un Master Agreement ISDA a favore dei tribunali inglesi stipulato prima della fine del 2020. A tal proposito, le parti potrebbero decidere, innanzitutto, di modificare gli accordi di giurisdizione esistenti, riaffermando la clausola di giurisdizione esclusiva a partire dal 1° gennaio 2021. Ciò potrebbe, però, non essere commercialmente conveniente, in particolare in considerazione del vasto numero di accordi che potrebbero essere interessati da tale rinegoziazione.

In alternativa, le parti potrebbero lasciare invariato l'accordo di giurisdizione e attendere gli sviluppi. Se si raggiunge un accordo più ampio con l'UE, le preoccupazioni individuate potrebbero non concretizzarsi.

¹¹¹ Con *Italian torpedo* si fa riferimento all'atto di una parte che, al fine di prevenire il contenzioso ed ottenere un vantaggio tattico, avvii procedimenti in una giurisdizione in cui il processo giudiziario si muove più lentamente, come l'Italia. Per approfondire: KENNY – HENNIGAN, *Choice-of-court agreements, the Italian Torpedo, and the Recast of the Brussels I Regulation*, in *International and Comparative Law Quarterly*, (2015), 197-209.

¹¹² Art. 5, co. 1, Convenzione sugli accordi di scelta del foro, Aia, 2005, in www.hcch.net. In tale articolo, si dispone che “*The court or courts of a Contracting State designated in an exclusive choice of court agreement shall have jurisdiction to decide a dispute to which the agreement applies, unless the agreement is null and void under the law of that State*”.

Fino a quando il Regno Unito non sarà in grado di aderire alla Convenzione di Lugano¹¹³, e se i procedimenti non rientrano nell'ambito della Convenzione dell'Aia, i tribunali del Regno Unito e degli Stati membri dell'Unione europea faranno ricorso alle proprie regole nazionali per risolvere eventuali conflitti di legge e le questioni di giurisdizione ed esecutività delle sentenze. Le parti potrebbero quindi aver bisogno di richiedere una consulenza legale locale per verificare: (i) se sono necessarie modifiche ai contratti esistenti; e (ii) se le sentenze dei tribunali inglesi siano esecutive nei vari Stati membri e viceversa.

In generale, nel Regno Unito si applicheranno nuovamente le regole di *common law* per disciplinare le questioni giurisdizionali. A tal proposito, al contrario degli ordinamenti continentali di *civil law*, fondati sulla legge scritta, si dovranno considerare soprattutto le sentenze emesse dai giudici che hanno un valore vincolante rispetto a futuri casi analoghi. Ciò potrebbe comportare, pertanto, importanti cambiamenti rispetto al regime previsto dal regolamento Bruxelles I bis.

In primo luogo, la decisione della CGUE nella causa *Owusu v. Jackson* non sarà più applicabile¹¹⁴, consentendo alle parti in causa domiciliate nel Regno Unito di contestare nuovamente la giurisdizione dei

¹¹³ In tal senso, HESS, *The Unsuitability of the Lugano Convention (2007) to Serve as a Bridge Between the UK and the EU After Brexit*, in *Max Planck Institute Luxembourg for Procedural Law Research Paper Series*, 2018.

¹¹⁴ *Corte Giust.*, 1° marzo 2005, C-281/02, *Owusu c. Jackson*, in www.eur-lex.europa.eu. Il caso riguardava un grave incidente, in Giamaica, ai danni del sig. Owusu, cittadino britannico domiciliato nel Regno Unito, che nuotando ha sbattuto la testa su banco di sabbia sommerso. Di conseguenza, ha citato in giudizio il sig. Jackson, anch'egli domiciliato nel Regno Unito, che gli aveva affittato la villa per le vacanze. La CGUE, nella propria decisione, ha ritenuto che la dottrina del *forum non conveniens* fosse incompatibile con la Convenzione di Bruxelles poiché l'articolo 2 di quest'ultima aveva natura obbligatoria e poteva essere derogato solo nei casi espressamente previsti dalla Convenzione stessa. Tuttavia, essa non prevedeva alcuna eccezione sulla base della dottrina del *forum non conveniens*, poiché la certezza del diritto non sarebbe stata pienamente garantita e la prevedibilità delle regole di giurisdizione sarebbero state compromesse. Sul punto, RODRIGO, *The Restriction of the Power of the Courts to Stay Proceedings in Favour of More Appropriate International Courts: The Decision in Owusu v Jackson*, in *Southampton Student L. Rev.*, 2012, 59.

tribunali inglesi sulla base del fatto che non costituiscono un “foro appropriato”¹¹⁵.

In secondo luogo, i tribunali inglesi potranno nuovamente concedere le c.d. *anti-suit injunctions* che impediscono alle parti di perseguire procedimenti in uno Stato membro dell'Unione europea in violazione di un accordo di giurisdizione o arbitrato¹¹⁶, in virtù del fatto che le più importanti decisioni in merito della CGUE in *Turner v. Grovit*¹¹⁷, e *Allianz Spa v. West Tankers* non saranno più vincolanti¹¹⁸.

¹¹⁵ In applicazione della dottrina, tipica dei Paesi di *common law*, del *forum non conveniens*, il giudice adito può declinare la propria giurisdizione indicando che v'è un foro più «appropriato» per decidere la controversia.

¹¹⁶ Con *anti-suits injunction* si fa riferimento ad un particolare tipo di azione inibitoria, diffusa in tutti i Paesi di *common law*, tramite la quale il giudice può vietare ad un individuo di intraprendere o continuare in un altro Paese un dato procedimento giudiziario, sulla base della considerazione che la competenza su quella controversia appartiene ad una Corte statale od arbitrale del suo Paese. Fonte www.altalex.com.

¹¹⁷ Corte Giust., 27 aprile 2004, C-159/02, *Turner c. Grovit*, in www.curia.europa.eu. Tale questione è stata sollevata nell'ambito di una controversia tra il sig. Turner, da un lato, e il sig. Grovit e la Harada Ltd dall'altro, a seguito della risoluzione del contratto di lavoro concluso tra il sig. Turner e la Harada. Nella sentenza la CGUE, ha stabilito che la Convenzione di Bruxelles deve essere interpretata nel senso che osta all'emanazione di un'inibitoria mediante la quale un organo giurisdizionale di uno Stato contraente vieta a una parte del procedimento dinanzi ad esso pendente di proporre o di proseguire un'azione giudiziaria dinanzi a un organo giurisdizionale di un altro Stato contraente, anche quando tale parte agisce in mala fede allo scopo di ostacolare il procedimento già pendente. Tale divieto costituisce, infatti, un'ingerenza nella competenza del giudice straniero, incompatibile, come tale, con il sistema della Convenzione. Per approfondire questo aspetto, si consiglia KNIGHT, *Owusu and Turner: the shark in the water?*, in *The Cambridge Law Journal*, 2007, 288-301.

¹¹⁸ Corte Giust., 10 febbraio 2009, C-185/07, *Allianz Spa c. West Tankers*, in www.eur-lex.europa.eu. Nell'agosto 2000, una nave di proprietà della West Tankers e noleggiata dalla Erg Petroli ha causato danni quando si è scontrata con un molo di proprietà della Erg a Siracusa, in Italia. Il contratto di noleggio era regolato dalla legge inglese e conteneva una clausola che prevedeva l'arbitrato a Londra. La CGUE ha ritenuto che la concessione di un'*anti-suit injunction* fosse incompatibile con il regolamento Bruxelles I. La questione dell'applicazione o meno del regolamento dipendeva unicamente dall'oggetto del procedimento contro il quale era diretto l'ingiunzione. In questo caso specifico, rientrava nel suo ambito di applicazione la surrogata domanda di risarcimento danni da illecito civile avanzata dagli assicuratori di Erg nei confronti di West Tankers. Come nel caso Turner contro Grovit, la Corte ha ribadito che la giurisdizione di un tribunale di uno Stato membro non può essere ostacolata dal tribunale di un altro Stato membro. Per un approfondimento, si veda ANDREWS, *The Three Paths of Justice: Court Proceedings, Arbitration, and Mediation in England*, Londra, 2011, 231-234.

Infine, le parti di un contratto derivato OTC, governato dal diritto inglese, dovranno fare affidamento su procedure di *exequatur* (utilizzate, ad esempio, per le sentenze statunitensi) per ottenere il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni¹¹⁹. Tali procedure, tuttavia, saranno necessariamente più lunghe e più costose. Questo potrebbe rivelarsi particolarmente negativo, soprattutto, se la propria controparte si avvicina ad uno stato di insolvenza. Infatti, se quest'ultima opera su scala internazionale, una pronuncia di fallimento in un Paese, provocherebbe effetti anche negli altri Stati in cui essa detenga beni, con la conseguenziale necessità di regolare simili situazioni dal punto di vista giudiziario¹²⁰.

Inoltre, tali ritardi sarebbero contrari alla logica stessa dei contratti derivati OTC che, nella maggior parte dei casi, fanno affidamento su garanzie rapide ed efficaci. Ciò potrebbe essere compromesso dal fatto che l'escussione di tali garanzie richiederebbe una sentenza di *exequatur* sia nel paese della parte insolvente sia nel paese in cui è situata la garanzia. Le procedure di *exequatur* attualmente richiedono, in media, almeno da tre a sei mesi, ma dato l'ampio utilizzo del diritto inglese nel commercio internazionale di derivati OTC, dopo la Brexit, i tribunali dell'Unione Europea potrebbero essere rapidamente sommersi da richieste che aumenteranno i tempi medi di tale procedura.

Nonostante ciò, alcuni Stati membri come Germania e Francia dispongono di procedure specifiche per il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni dei tribunali del Regno Unito in virtù di accordi bilaterali¹²¹.

¹¹⁹ Per *exequatur* o delibazione si intende la procedura giudiziaria che serve a far riconoscere, in un determinato paese, un provvedimento emesso dall'autorità giudiziaria di un altro paese.

¹²⁰ In tal senso, UMFREVILLE – OMAR – LÜCKE – FANNON – VEDER – CARBALLO PIÑEIRO, *Recognition of UK Insolvency Proceedings Post-Brexit: The Impact of a 'No Deal' Scenario*, in *Int. Insolv. Rev.*, (2018), 422-444; CARBALLO PIÑEIRO, *Brexit and International Insolvency Beyond the Realm of Mutual Trust*, in *Int. Insolv. Rev.*, 2017, 270-294.

¹²¹ In Germania, verrà probabilmente utilizzata a tal fine la Convenzione del 14 luglio 1960 tra la Repubblica federale di Germania ed il Regno Unito sul reciproco riconoscimento ed esecuzione delle sentenze. L'accordo contiene norme sull'esecuzione e sul riconoscimento delle sentenze in materia civile e commerciale per il pagamento di determinate somme di

Pertanto, sebbene possano richiedere più tempo del regime previsto dal regolamento Bruxelles I bis, esse non dovrebbero essere eccessivamente difficili. È possibile, inoltre, che una soluzione del genere sia adottata in futuro anche dagli altri Stati membri i quali, attraverso accordi bilaterali con il Regno Unito, potrebbero velocizzare le procedure per il riconoscimento e l'esecuzione delle rispettive sentenze.

In conclusione, resta incerto se e quando il Regno Unito aderirà alla Convenzione di Lugano del 2007. Nel frattempo, i tribunali inglesi applicheranno le norme della Convenzione dell'Aia del 2005 o, in via residuale, le regole di *common law* per affrontare le questioni giurisdizionali che il regolamento Bruxelles I bis ha disciplinato negli ultimi 20 anni. Viceversa, gli Stati membri, ove non si possa applicare la Convenzione dell'Aia o non vi siano specifici accordi bilaterali con il Regno Unito, torneranno ad applicare le proprie norme di diritto internazionale privato concernenti le questioni di giurisdizione, esecuzione e riconoscimento delle sentenze inglesi.

3. *Ulteriori conseguenze sui contratti derivati OTC preesistenti*

Oltre ai conflitti di legge e di giurisdizione, la Brexit determinerà altre interferenze rispetto alla corretta esecuzione dei contratti derivati OTC stipulati in data anteriore rispetto al Referendum. In particolare, i contratti derivati OTC redatti secondo il Master Agreement ISDA contengono clausole di risoluzione per illegalità, forza maggiore e impossibilità sopravvenuta.

denaro. Per qualsiasi altra sentenza del Regno Unito, il riconoscimento sarà disciplinato dall'art. 328 del Codice di Procedura Civile tedesco *Zivilprozessordnung* ("ZPO") e la loro esecuzione dagli artt. 722, 723 ZPO. In Francia, si applicherà l'art. 509 del Codice di Procedura Civile francese. Infatti, è controverso se la Convenzione bilaterale firmata in passato tra Francia e Regno Unito, volta a facilitare l'esecuzione ed il riconoscimento reciproci delle sentenze, sia stata ripresa dopo la Brexit. Tuttavia, poiché le condizioni per il riconoscimento e l'esecuzione sono le stesse ai sensi sia della Convenzione bilaterale che dei procedimenti di *exequatur*, in pratica il risultato sarà lo stesso.

Occorre valutare, pertanto, se la Brexit rilevi e quali impatti abbia sulla loro applicazione.

Riguardo alle clausole di risoluzione per illegalità sopravvenuta, occorre distinguere tra la versione del Master Agreement ISDA del 1992 e quella successiva del 2002¹²².

La versione meno recente stabilisce che l'evento da cui scaturisce una risoluzione del contratto per illegalità è innescato da una modifica della legge applicabile, in conseguenza della quale diventa illegale, per una parte, effettuare o ricevere pagamenti e consegne o rispettare qualsiasi altra disposizione del Master Agreement ISDA. Di conseguenza, affinché l'evento in questione sia causa di risoluzione occorre (a) stabilire se la Brexit e la conseguente perdita dei diritti di passaporto per i soggetti con sede nel Regno Unito, coinvolti in transazioni di derivati OTC¹²³, abbiano determinato un cambiamento nella legge applicabile; (b) valutare se l'obbligazione rientri nel campo di applicazione della clausola di risoluzione per illegalità, cioè se sia illegittimo effettuare/ricevere un pagamento o una consegna o rispettare qualsiasi altra disposizione sostanziale del Master Agreement ISDA relativa alla transazione.

Infatti, per effetto della perdita dei diritti di passaporto, è possibile che l'adempimento di certi obblighi derivanti da un contratto derivato OTC possa

¹²² Per approfondire, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 1, 2020, in www.isda.org.

¹²³ Prima della Brexit, una banca o una società di investimento del Regno Unito autorizzata a stipulare derivati OTC nel Regno Unito poteva richiedere all'autorità di regolamentazione dello stato di origine (ad es. la *Prudential Regulation Authority* o la *Financial Conduct Authority*) un passaporto per fornire tali servizi in qualsiasi altro Stato membro dell'UE tramite una succursale o su base transfrontaliera. Questi "diritti di passaporto" erano riconosciuti ai sensi delle direttive dell'Unione europea sui servizi finanziari (in particolare, MiFID II per i servizi di investimento e CRD IV per gli enti creditizi che forniscono servizi bancari). Dopo il completamento del periodo di transizione, queste Direttive non concederanno più tali diritti di passaporto alle entità situate Regno Unito, le quali, ove desiderino stipulare derivati OTC con controparti nell'UE, saranno soggette ai regimi di licenza nazionali degli Stati membri dell'Unione europea. A tal proposito, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 16, 2020, in www.isda.org.

richiedere l'autorizzazione dello Stato membro in cui si trova la controparte, con il rischio che tale adempimento possa, in mancanza di espressa autorizzazione, risultare contrario alle leggi di quello Stato membro, così attivando la clausola in esame¹²⁴. Nella maggior parte dei casi ci si aspetta che l'adempimento di obbligazioni preesistenti non diventi illegale, sebbene sia necessario comunque prestare una maggiore attenzione alle attività di tipo commerciale. Ciò dipenderà, pertanto, dalle leggi e dai regolamenti locali nel luogo di esecuzione¹²⁵.

Tale analisi è valida anche per la versione del Master Agreement ISDA del 2002, ma con alcune differenze sostanziali. In questo caso, infatti, non è richiesto un "cambiamento" della legge applicabile: è quindi più probabile che la perdita dei diritti di passaporto, conseguente alla Brexit, costituisca un evento rilevante. Inoltre, l'evento, nello stesso modo in cui ciò è richiesto dal Master Agreement del 1992, deve determinare l'illegalità di una qualsiasi prestazione prevista nell'accordo per una delle parti. Tuttavia, in questo caso, illegalità determina la risoluzione del contratto solo ove la parte non possa adempiere ai propri obblighi mediante un altro ufficio munito di autorizzazione.

Le circostanze in cui potrebbe ricorrere un evento di risoluzione per illegalità sono, quindi, potenzialmente più ampie nel Master Agreement ISDA del 2002 rispetto alla versione del 1992. Tuttavia, l'applicazione di tale clausola è ancora incerta in alcune aree, specialmente per le questioni relative all'illegalità dell'attività svolta¹²⁶.

Come già sottolineato, il Master Agreement ISDA contiene anche una clausola di risoluzione per forza maggiore. Nella versione del 2002 essa

¹²⁴ Sulla perdita dei diritti di passaporto, si veda LANNOO, *EU Financial Market Access After Brexit*, in *Intereconomics*, 2016, 255-260.

¹²⁵ Si veda INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 3, 2020, in www.isda.org.

¹²⁶ A tal proposito, DAY, *Isn't Brexit Frustrating?*, in *The Cambridge Law Journal*, 2019, 270-273.

prevede un elenco di possibili eventi che ne determinano l'applicazione. Tali eventi, generalmente, costituiscono ostacoli insuperabili per le parti e tali da impedire, ad almeno una di esse, di adempiere ad uno degli obblighi determinanti ai fini della transazione.

Da un lato, l'elenco degli eventi non è tipicamente esaustivo, lasciando così aperta la possibilità di integrazione con altri eventi non espressamente menzionati. In particolare, è “solamente” richiesto un evento di forza maggiore o un *act of state*¹²⁷, a causa del quale una parte non può effettuare o ricevere pagamenti o consegne e rispettare qualsiasi altra previsione dell'accordo, anche nell'ipotesi in cui ciò diventi impraticabile. Da questo punto di vista, è possibile che la Brexit costituisca un *act of state*¹²⁸, sebbene, secondo il principio dell'*ejusdem generis*¹²⁹, sia necessario che la Brexit abbia una gravità simile a quella degli eventi menzionati nella clausola.

Affinché si possa parlare di forza maggiore, la parte interessata deve aver compiuto ogni ragionevole sforzo per superare l'impedimento verificatosi, sebbene non si richieda che sostenga un'eventuale perdita oltre alle spese accessorie previste¹³⁰. Ad esempio, è possibile ritenere che la necessità di richiedere ed ottenere una nuova autorizzazione per colmare la perdita dei diritti di passaporto vada oltre lo sforzo ragionevolmente richiesto alla parte. Tuttavia, ove l'adempimento degli obblighi preesistenti non richieda l'autorizzazione di autorità nazionali, l'impedimento necessario potrebbe

¹²⁷ Con *act of state* si fa riferimento ad un principio di elaborazione giurisprudenziale secondo il quale le Corti nazionali non sono competenti a controllare la legittimità internazionale o interna di atti emanati da uno Stato estero. In tal senso, ZANDER, *The Act of State Doctrine*, in *American Journal of International Law*, (1959), 826-852.

¹²⁸ A questo riguardo INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 1 (iii), 2020, in www.isda.org.

¹²⁹ Nella sentenza *Circuit City Stores Inc. c. Adams*, la Corte Suprema degli Stati Uniti d'America ha definito l'*ejusdem generis* come una situazione in cui “*general words follow specific words in a statutory enumeration, the general words are construed to embrace only objects similar in nature to those objects enumerated by the preceding specific words*”.

¹³⁰ Sul punto SQUILLANTE, *Force Majeure*, in *Commercial Law Journal*, 1975, 4; inoltre, si veda SCHWENZER, *Force Majeure and Hardship in International Sales Contracts*, in *Victoria University of Wellington Law Review*, 2008, 710.

manca e quindi la clausola di risoluzione per forza maggiore potrebbe non applicarsi. A tal proposito, considerando le misure attuate dal Regno Unito, è improbabile che alle parti con sede nell'Unione europea sarà richiesto di ottenere nuove autorizzazioni per eseguire operazioni in derivati OTC con controparti inglesi.

Come nel caso dell'evento di risoluzione per illegalità, ai sensi del Master Agreement ISDA del 2002, la clausola dovrebbe applicarsi solo se la parte non possa adempiere ai propri obblighi attraverso un altro ufficio, diverso da quello rispetto al quale si è verificato l'impedimento. Tuttavia, anche in questo caso, l'aspettativa è che molti degli obblighi preesistenti non richiedano l'autorizzazione nell'Unione europea, anche se ciò dipenderà in concreto dalla posizione della giurisdizione specifica.

Infine, la clausola di risoluzione per impossibilità, ai sensi del Master Agreement ISDA del 2002, richiede una "circostanza al di fuori del proprio controllo" che ha reso "impossibile" per una parte eseguire o ricevere un pagamento o una consegna e rispettare qualsiasi altra disposizione materiale dell'ISDA Master Agreement relativa all'operazione in questione¹³¹.

La Brexit e la conseguente perdita dei diritti di passaporto sembrerebbero circostanze al di fuori del controllo della parte. Tuttavia, come discusso sopra, bisognerà verificare che l'attività in questione richieda una nuova autorizzazione e che si tratti di un evento rientrante nell'ambito di applicazione di questa clausola di risoluzione, nel qual caso non potendosi richiedere alla parte interessata alcuno sforzo per rimuovere l'impossibilità.

Oltre a quelle appena descritte, è possibile che i contratti derivati OTC, soprattutto quelli a lungo termine, contengano anche clausole di

¹³¹ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 1 (iv), 2020, in www.isda.org. A tal proposito, si consiglia POSNER – ROSENFELD, *Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis*, in *The Journal of Legal Studies*, 1977, 83; WLADIS, *Common Law and Uncommon Events: The Development of the Doctrine of Impossibility of Performance in English Contract Law*, in *Georgetown Law Journal*, 1987, 1575; CORDEIRO, *Brexit as an Exceptional Change of Circumstance?*, in *After Brexit*, 2017, 147-164.

hardship, spesso redatte in modo più generale e che si riferiscono a una classe più ampia di eventi¹³². Secondo una definizione tipica di *hardship*, la parte vincolata da un obbligo contrattuale deve provare che: “(i) l'adempimento continuato dei suoi doveri contrattuali è diventato eccessivamente oneroso a causa di un evento al di fuori del suo controllo che al momento della conclusione del contratto non era prevedibile¹³³; e che (ii) non avrebbe potuto ragionevolmente evitare o superare l'evento o le sue conseguenze. Le parti sono tenute, entro un termine ragionevole dall'invocazione della presente clausola, a negoziare condizioni contrattuali alternative che consentano di superare le conseguenze dell'evento”¹³⁴.

In riferimento al primo requisito, è probabile che la Brexit non fosse prevedibile almeno fino alla pubblicazione dei risultati del referendum. A seconda delle circostanze, inoltre, è possibile dimostrare che l'adempimento degli obblighi contrattuali di una delle parti sia divenuto “eccessivamente oneroso”. Ad esempio, questo potrebbe essere il caso di una banca che debba costituire una filiale in uno Stato membro dell'Unione europea solo per servire un singolo cliente.

L'applicazione di queste clausole, inoltre, può dipendere anche dalla legge applicabile. Le leggi continentali sono spesso più sensibili all'idea che un cambiamento di circostanze esterne possa richiedere e giustificare una modifica degli obblighi contrattuali¹³⁵. Ad esempio, la legge tedesca prevede il diritto di rinegoziare o risolvere un contratto in caso di mutamento fondamentale delle circostanze su cui entrambe le parti hanno fondato il loro

¹³² In tal senso, MCKENDRICK, *Contract Law*, Londra, 2015, 256; MCKENDRICK, *Force Majeure and Frustration of Contract*, Londra, 1995, 238.

¹³³ A tal riguardo, CERCHIA, *Interest Rate Swaps' Contract and Excessive Onerousness: An Italian Viewpoint*, in *Eur. Rev. Private L.*, (2015), 121-132.

¹³⁴ ICC, *Hardship Clause 2003*, in www.iccwbo.org. Per un'analisi più approfondita di tali clausole, AUBRECHT – KOVAC, *Brexit and the Boilerplate Clauses in Commercial Contracts*, in *Business Law Review*, (2019), 249-257.

¹³⁵ A riguardo, LEHMANN – ZETZSCHE, *Brexit and the Consequences for Commercial and Financial Relations between the EU and the UK*, in *European Business Law Review*, (2016), 999 ss.

accordo¹³⁶. Il Codice civile italiano consente di modificare secondo equità le condizioni del contratto o, alternativamente, la sua risoluzione quando circostanze sopravvenute hanno reso l'esecuzione di obblighi di una delle parti eccessivamente onerosi¹³⁷. La Corte suprema spagnola giunge, invece, a una conclusione simile ipotizzando l'esistenza di una tacita clausola *rebus sic stantibus* nel contratto¹³⁸. Sebbene la Francia abbia previsto di recente il diritto di rinegoziare o addirittura sciogliere i contratti in base alla *hardship doctrine*¹³⁹, è interessante sottolineare che questa norma si applica solo ai contratti conclusi a partire dal 1° ottobre 2016. Da questo momento, tuttavia, la Brexit non può più essere considerata come un evento "imprevedibile", quindi non fa sorgere il diritto di rinegoziare o risolvere il contratto derivato OTC. La Brexit, d'altro canto, può incentivare i tribunali dei Paesi dell'Unione europea a sviluppare una *hardship doctrine* non formalizzata nelle proprie leggi e applicarla retroattivamente ai contratti stipulati prima del referendum del 23 giugno 2016. Questi tribunali potrebbero prendere in considerazione gli esempi della Germania, Spagna o altri paesi che hanno adottato tale dottrina.

Se il contratto derivato OTC è regolato dal diritto inglese, invece, la dottrina della *frustration* può avere l'effetto di esonerare le parti dagli obblighi derivanti da contratti stipulati prima del referendum¹⁴⁰. Secondo una formula generalmente accettata, un contratto è "frustrato" quando "un'obbligazione contrattuale non può essere adempiuta perché le circostanze in cui è richiesta

¹³⁶ Art. 313, Codice Civile tedesco (*Bürgerliches Gesetzbuch – BGB*). Sulla potenziale applicazione di tale norma in caso di recesso di uno degli Stati membri dall'Eurozona: KINDLER, *Währungsumstellung, Vertragskontinuität und Vertragsgestaltung – Denkanstöße zu den Auswirkungen eines Ausscheidens einzelner EU-Mitgliedstaaten aus dem Euro*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, (2012), 1617, 1620.

¹³⁷ Art. 1467 c.c.

¹³⁸ Si veda la sentenza del Tribunale Supremo spagnolo del 17 gennaio 2013, ROJ STS 1013. Per approfondire sul tema, VELENCOSO, *National Courts: How Can They Keep Track?* in LEHMANN, *Common European Sales Law Meets Reality*, Monaco, 2014, 99, 110-112.

¹³⁹ Art. 1195, Codice Civile francese.

¹⁴⁰ BEALE, *Chitty on Contracts*, Londra, 2019.

la prestazione la renderebbero radicalmente diversa da quella per cui è stata assunta nel contratto”¹⁴¹.

La dottrina della *frustration* è, tuttavia, interpretata in maniera restrittiva. Infatti, essa entra in gioco solo quando un evento intervenuto rende impossibile l'adempimento degli obblighi contrattuali o priva le parti di ogni interesse al loro adempimento¹⁴². Inoltre, essa non può essere invocata laddove l'adempimento degli obblighi contrattuali si rivela semplicemente più difficile. Ad esempio, un contratto non è frustrato dal fatto che una banca del Regno Unito ha perso i propri diritti di passaporto nell'UE e può adempiere ai propri obblighi nei confronti di più clienti solo tramite una filiale o una succursale che deve prima stabilire all'interno dell'UE.

Dunque, la possibilità di invocare queste clausole o di ricorrere alla dottrina della *frustration* dipende non solo dalla formulazione del contratto derivato OTC e dalle particolarità del caso specifico, ma anche da quanto, in concreto, la Brexit abbia alterato l'equilibrio nell'adempimento dei doveri contrattuali¹⁴³. Nei suddetti esempi di una banca inglese che perde i propri diritti di passaporto a seguito della Brexit, infatti, l'esecuzione del contratto potrebbe diventare eccessivamente onerosa se la banca dovesse servire, attraverso una nuova filiale, un solo cliente nel rispettivo Stato membro, permettendo potenzialmente alla stessa di attivare le clausole di *hardship*. Viceversa, potrebbe non essere così se la banca ha stipulato molti contratti con un gran numero di clienti, domiciliati nello Stato membro, che potrebbe servire mediante la creazione di una nuova succursale ai sensi delle norme

¹⁴¹ Questa definizione è stata estrapolata dalla sentenza *Davis Contractors Ltd c. Fareham Urban District Council*, 1956, della *House of lords*. Il caso riguarda Davis Contractors che concordò con Fareham UDC di costruire 78 case in otto mesi per £ 92.425. Alla fine, ci vollero 22 mesi perché Davis era a corto di manodopera e materiali. Il costo totale fu di £ 115.223. Davis, pertanto, sostenne che il contratto era frustrato e quindi avevano diritto al *quantum meruit* per il valore del lavoro svolto. La Camera dei Lord ha ritenuto che, sebbene l'esecuzione del contratto fosse diventata più onerosa, non era stata frustrata.

¹⁴² Per approfondire, JUHÁSZ, *Brexit as a Frustrating Event? – Reflections by the Doctrine of Frustration of Contract in English Law*, in *European Integration Studies*, 2019, 42-54.

¹⁴³ Sul punto, LEHMANN - D'SOUZA (nt. 83), 101-102.

dell'Unione europea, non determinando, pertanto, la frustrazione del contratto.

Infine, qualora una parte sia inadempiente, la conseguenza principale sarebbe la risoluzione del contratto derivato OTC e la successiva compensazione dei valori positivi e negativi reciproci (*close-out netting*). A tal proposito, occorre valutare se tale operazione sia considerata come un'attività soggetta ad autorizzazione nella giurisdizione della controparte. A tal fine, l'ISDA ha richiesto ed ottenuto una consulenza legale in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, nonché nel Regno Unito, in merito al trattamento normativo previsto (ai sensi della legge e dei regolamenti vigenti) per determinati eventi che si possono verificare durante l'esecuzione del contratto derivato OTC¹⁴⁴. In tale parere, si suggerisce che l'operazione di *close-out netting*, a seguito dell'inadempimento di una delle parti, non costituirebbe un'attività che richiede ulteriori autorizzazioni nelle giurisdizioni considerate. Tuttavia, si raccomanda di verificare specificamente la compatibilità di tale soluzione con il diritto locale delle singole giurisdizioni interessate mediante una consulenza legale in materia¹⁴⁵.

In sintesi, per concludere, le ulteriori conseguenze della Brexit su un contratto stipulato prima del referendum dipendono (a) dalla misura in cui essa rende impossibile, impraticabile o più oneroso l'adempimento degli obblighi contrattuali e (b) dal regime giuridico applicabile.

4. *La redazione dei contratti finanziari post Referendum*

La Brexit non dovrebbe attivare le clausole di risoluzione per illegalità, forza maggiore e impossibilità sopravvenuta nonché di *hardship* nei contratti redatti dopo il 23 giugno 2016. I risultati del referendum, infatti,

¹⁴⁴ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit Advice – Summary of Preliminary Analysis of Lifecycle and Other Events*, 2018, in www.isda.org.

¹⁴⁵ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 1, 2020, in www.isda.org.

hanno reso certa l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea che, da quel momento in poi, non può più qualificarsi come un evento imprevedibile ai fini dell'applicazione delle clausole di cui sopra.

Ciononostante, nella redazione dei futuri contratti derivati OTC, si dovrebbero prevedere comunque delle disposizioni speciali per far fronte agli effetti ulteriori della Brexit sugli obblighi contrattuali previsti¹⁴⁶.

La prima opzione potrebbe essere la previsione di circostanze specifiche connesse all'uscita del Regno Unito dall'Unione europea che determinino automaticamente la risoluzione del contratto¹⁴⁷. Ad esempio, le parti di un contratto derivato OTC potrebbero prevedere esplicitamente che determinati eventi, connessi alla Brexit, inneschino una clausola di forza maggiore o di *hardship* contenuta nel contratto. Le parti, a tale scopo, dovrebbero anche definire nel contratto cosa si intenda effettivamente per Brexit, se la fine dell'adesione del Regno Unito all'Unione europea (a partire dal 31 gennaio 2020), o la perdita dei diritti di accesso al mercato unico o la sua uscita dall'unione doganale. Nello stesso senso, potrebbe essere utile specificare se sia rilevante o meno che il Regno Unito e l'Unione europea stipulino un accordo sulle loro relazioni future in materia finanziaria (attualmente non disciplinate nell'accordo commerciale raggiunto).

Una seconda opzione potrebbe essere quella di trasferire i rischi della Brexit su una sola delle parti. Questo può essere fatto, ad esempio, concedendo esclusivamente ad una parte il diritto di recedere unilateralmente dal contratto in specifiche ipotesi, a prescindere dal consenso della sua controparte. In alternativa, è anche possibile escludere esplicitamente qualsiasi effetto sul contratto affermando che eventuali obblighi debbano essere eseguiti dalle parti indipendentemente dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

¹⁴⁶ In tal senso, JONES – JAMES, *Brexit and Contracts: What to Do When the Unknown Is Unknown*, in *Litigation*, 2016, 16-17.

¹⁴⁷ Sul punto, FIDEL, *Commercial Contracts Post-Brexit*, in *Business Law Today*, 2016, 1.

Una soluzione più equa per entrambe le parti potrebbe essere l'introduzione di una clausola che le obbliga a rinegoziare il contratto derivato OTC entro un periodo di tempo definito dopo la Brexit¹⁴⁸. In tal modo, ambedue i contraenti sarebbero tenuti a sopportare i potenziali rischi dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Tuttavia, un *agreement to agree* non è giuridicamente vincolante e, di conseguenza, non esecutivo secondo la *common law* inglese in quanto troppo incerto¹⁴⁹. A tal proposito, le parti potrebbero però impegnarsi ad avviare appositi negoziati dopo la Brexit, assumendo che tale impegno contrattuale potrebbe essere combinato con una clausola compromissoria che si attivi nel caso in cui non raggiungano un accordo entro un termine stabilito.

A seguito della Brexit, inoltre, una volta che un contratto derivato OTC è stato redatto e stipulato tenendo conto di tutti gli aspetti problematici già menzionati, vi sono da considerare ulteriori rischi che possono sorgere nella successiva fase di esecuzione.

In primo luogo, riguardo alla scelta della legge applicabile al contratto, si potrà continuare ad utilizzare le norme previste nei Regolamenti Roma I e Roma II, considerando che, di fatto, sono state replicate ed incorporate nel diritto interno del Regno Unito. Quindi, le parti potenzialmente potrebbero ancora scegliere la legge inglese come legge applicabile e, al contempo, eleggere un tribunale dell'Unione europea per risolvere le controversie nascenti dallo stesso. Le norme vigenti vincolerebbero comunque quel tribunale al rispetto della scelta della legge

¹⁴⁸ A tal proposito, JACKSON, *Brexit financial contract restructuring could take up to a year*, in *International Financial Law Review*, 2018.

¹⁴⁹ In tal senso, EWHC, *Danny Lions Ltd c. Bristol Cars Ltd*, 2014. In senso opposto, EWHC, *Petromec Inc c. Petroleo Brasileiro SA Petrobas*, 2005. Quest'ultima sentenza ha creato alcune ambiguità al riguardo, poiché in virtù delle osservazioni svolte al suo interno, si potrebbe ritenere che le trattative in buona fede, in determinate circostanze, diventino esecutive, come sottolineato da Lord Justice (LJ) Longmore. Per approfondire l'argomento, si suggerisce WHITEHEAD –VELLA, *When a UK agreement-to-agree is enforceable*, in *International Financial Law Review*, (2012).

operata dalle parti. Naturalmente, ferma restando la libertà di scelta dei contraenti, è probabile che i tribunali stranieri debbano dimostrare una seria competenza nel diritto inglese affinché le parti decidano di optare per questo tipo di scelta. Inoltre, all'interno della documentazione ISDA, è preferibile che le clausole di giurisdizione e di scelta della legge si riferiscano al medesimo ordinamento giuridico. In caso contrario, infatti, sarebbe più difficile sfruttare eventuali pareri legali che riguardassero l'applicazione della legge di uno Stato da parte di giudici di un altro Stato.

In secondo luogo, le parti potrebbero decidere di mantenere la legge inglese, ma risolvere le controversie attraverso il procedimento arbitrale¹⁵⁰. I lodi arbitrali beneficiano di uno speciale meccanismo di riconoscimento ed esecuzione¹⁵¹, ma sono limitati, a causa della propria efficacia dichiarativa, ai soli casi di insolvenza di una delle parti. Ciò significa che la controparte, al fine di rendere esecutivo quanto stabilito nel lodo arbitrale, dovrebbe comunque rivolgersi ad un tribunale e aderire alle procedure generali di insolvenza e a quelle specifiche per l'escussione delle garanzie nelle giurisdizioni estere¹⁵².

In terzo luogo, le parti potrebbero concludere appositi *duplication agreement*, al fine di riprodurre il Master Agreement ISDA governato dalla legge inglese e sottoscriverlo tramite un'entità situata all'interno dell'Unione Europea per continuare a beneficiare dei conseguenti diritti di passaporto. Altre parti, invece, stanno concludendo accordi di novazione, sulla base di

¹⁵⁰ Ad esempio, presso la *International Chamber of Commerce (ICC)* o *P.R.I.M.E Finance*. A tal proposito, DRAHOZAL – WARE, *Why Do Businesses Use (or Not Use) Arbitration Clauses*, in *Ohio State Journal on Dispute Resolution*, 2010, 433-476; HORN, *The Development of Arbitration in International Financial Transactions*, in *Arbitration International*, 2000, 279-296.

¹⁵¹ Convenzione sul riconoscimento e l'esecuzione delle sentenze arbitrali straniere, New York, 1958, in www.newyorkconvention.org. Si veda, PAULSSON, *The 1958 New York Convention in Action*, New York, 2016; WOLFF, *New York Convention: Convention on the Recognition and Enforcement of Foreign Arbitral Awards of 10 June 1958*, Monaco, 2019.

¹⁵² In tal senso, WESTBROOK, *International Arbitration and Multinational Insolvency*, in *Penn State International Law Review*, 2011, 635-650.

modelli forniti dall'ISDA¹⁵³, al fine di sostituire il contratto precedente con un nuovo, adeguato al contesto scaturito dalla Brexit.

Infine, le parti potrebbero decidere di adottare uno dei nuovi modelli contrattuali pubblicati dall'ISDA. Come già sottolineato (*supra* Cap. I, n. 2), infatti, il Master Agreement ISDA può essere un valido strumento di gestione del rischio¹⁵⁴, ma si basa sulla validità e sull'esecutività del contratto stesso che dipendono essenzialmente dalla legge che regola il contratto. A tal fine, l'Associazione ha deciso di rilasciare due nuovi modelli: uno di *common law* redatto secondo la legge irlandese ed uno di diritto civile redatto secondo la legge francese. Entrambi, quindi, sottoposti alla legge di uno stato membro dell'Unione Europea.

¹⁵³ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Novation Protocol*, 2006, in www.isda.org.

¹⁵⁴ In tal senso, ARIAS BARRERA, *Introductory Aspects on Financial Derivatives Market: ISDA Master Agreement Dealing with Legal Risk*, in *Revista E-Mercatoria*, 2012, 448-477.

CAPITOLO III

IL RUOLO DELL'ISDA E L'INCERTEZZA POST BREXIT

SOMMARIO: 1. Gli interventi di modifica contrattuale raccomandati dall'ISDA a seguito della *Brexit*. – 2. I nuovi modelli e gli interventi di *lobbying* sugli Stati membri UE per una legislazione più *derivatives-friendly*. – 3. La spinta dell'ISDA e la risposta dei governi nazionali. – 4. Quali prospettive? Un modello regolamentare ibrido ed omogeneo tra Regno Unito e Unione europea.

1. *Gli interventi di modifica contrattuale raccomandati dall'ISDA a seguito della Brexit*

L'ISDA, al fine di mitigare le conseguenze descritte nei capitoli precedenti e derivanti dall'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, ha suggerito alcuni interventi di modifica contrattuale relativi al Master Agreement che le parti potrebbero attuare autonomamente, prestando il proprio consenso. In particolare, considerando che la scelta della legge applicabile operata dai contraenti dovrebbe comunque continuare ad essere riconosciuta ai sensi dei Regolamenti Roma I e Roma II in Unione europea e dalla legislazione inglese nel Regno Unito, le principali questioni che l'ISDA ha inteso affrontare riguardano i conflitti di giurisdizione nonché l'esecutività ed il riconoscimento delle decisioni emesse dai giudici d'oltremarica.

A tal proposito, le clausole di giurisdizione contenute nella Sezione 13(b) del Master Agreement potrebbero richiedere una modifica per ridefinire il loro ambito di esclusività/non esclusività affinché siano riconosciute ai sensi della Convenzione dell'Aia del 2005¹⁵⁵. Di conseguenza, l'ISDA ha

¹⁵⁵ Art. 3, lettera a), Convenzione sugli accordi di scelta del foro, Aia, 2005, in www.hcch.net. In tale articolo, la clausola di giurisdizione esclusiva è definita come un accordo che “...designates, for the purpose of deciding disputes which have arisen or may arise in connection with a particular legal relationship, the courts of one Contracting State or one or more specific courts of one Contracting State to the exclusion of the jurisdiction of any other courts”. Una clausola che in qualche modo dovesse consentire un procedimento dinanzi a qualsiasi altro tribunale non è, quindi, suscettibile di essere considerata come un accordo esclusivo ai sensi di tale articolo.

pubblicato un modello di accordo per modificare il Master Agreement, sia nella versione del 1992 che in quella del 2002, nel caso in cui sia disciplinato dalla legge inglese e le parti continuino a deferire le controversie, anche dopo la Brexit, alla giurisdizione esclusiva dei tribunali inglesi¹⁵⁶.

Le clausole di giurisdizione esclusiva, limitando le controversie ai tribunali di un'unica giurisdizione, consentono di raggiungere una relativa certezza relativamente alle corti davanti alle quali è possibile intentare causa o essere citato in giudizio. Inoltre, è meno probabile che un tribunale diverso da quello designato dalle parti, in via esclusiva, rivendichi la propria giurisdizione. Tuttavia, anche in questo caso, l'ISDA raccomanda di confrontarsi prima con i propri consulenti legali al fine di garantire che la modifica delle clausole di giurisdizione abbia l'effetto desiderato. Come discusso (*supra* Cap. II, n. 2), infatti, potrebbero sorgere dubbi circa il riconoscimento di clausole di giurisdizione che, nonostante abbiano un carattere esclusivo, sono state stipulate tra il 1° ottobre 2015 e il 1° gennaio 2021, periodo durante il quale il Regno Unito non era Stato contraente autonomo, ma aderente alla Convenzione dell'Aia per il tramite dell'Unione europea.

Alternativamente, secondo l'ISDA¹⁵⁷, le parti potrebbero considerare anche ulteriori e diverse soluzioni con riguardo alla Sezione 13(b). In particolare, potrebbero concordare su una clausola di giurisdizione non

¹⁵⁶ Nello specifico, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Amendments to ISDA Documentation*, 2019, in www.isda.org. In tale emendamento, si stabilisce che la Sezione 13(b) sarà cancellata nella sua interezza e sostituita con la seguente: *"With respect to any dispute, claim, difference or controversy arising out of, relating to or having any connection with this Agreement, including any dispute as to its existence, validity, interpretation, performance, breach or termination or the consequences of its nullity and any dispute relating to any non-contractual obligations arising out of or in connection with it ("Proceedings"), each party irrevocably: (i) submits to the exclusive jurisdiction of the English courts; and (ii) waives any objection which it may have at any time to the laying of venue of any Proceedings brought in any such court, waives any claim that such Proceedings have been brought in an inconvenient forum and further waives the right to object, with respect to such Proceedings, that such court does not have any jurisdiction over such party."*.

¹⁵⁷ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, Domanda 14, 2020, in www.isda.org

esclusiva¹⁵⁸. In tal caso, si stabilisce che le controversie siano esaminate davanti ai tribunali di una determinata giurisdizione, ma senza pregiudizio per il diritto dell'una o dell'altra delle parti di portare la controversia davanti ai tribunali di qualsiasi altra giurisdizione. Questo approccio offrirebbe a ciascun parte la massima varietà di opzioni, consentendole anche, ad esempio, di avviare un'azione esecutiva nei confronti della propria controparte in qualsiasi giurisdizione in cui questa abbia i propri beni. Tuttavia, sebbene tale clausola conceda una maggiore flessibilità, comporta anche il rischio di procedimenti paralleli¹⁵⁹ e, di conseguenza, che i diversi tribunali interpellati giungano a decisioni diametralmente opposte sulla medesima controversia, determinando una forte incertezza nel rapporto tra le parti.

Una seconda opzione è costituita dalle clausole asimmetriche di giurisdizione che consistono in una combinazione di clausole di giurisdizione sia esclusiva che non esclusiva¹⁶⁰. Tali clausole, infatti, permettono ad una delle parti di agire nella giurisdizione maggiormente adeguata ai propri obiettivi, mentre condizionano l'altra parte ad agire esclusivamente dinanzi ai tribunali di un'unica giurisdizione stabilita *ex ante* nel contratto. Tuttavia, le corti dell'Unione Europea potrebbero non riconoscere le clausole asimmetriche¹⁶¹. Infatti, in quanto non totalmente esclusive, queste clausole

¹⁵⁸ Sulle clausole di giurisdizione non esclusiva, MERRETT, *Interpreting non-exclusive jurisdiction agreements*, in *Journal of Private International Law*, (2018), 38-65.

¹⁵⁹ Il grado di rischio dipenderà, in concreto, dal numero di tribunali che sarebbero, potenzialmente, muniti di giurisdizione sulla controversia, ovvero quelli in cui risiedono le parti o sono situati i loro beni. Tuttavia, dopo la Brexit, i tribunali inglesi sono di nuovo in grado di emettere *antisuit injunction* qualora fossero stati avviati procedimenti in altre giurisdizioni. In questo modo, KNIGHT, *Anti-suit Injunctions and Non-Exclusive Jurisdiction Clauses*, in *The Cambridge Law Journal*, (2010), 25-28.

¹⁶⁰ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, 2020, in www.isda.org. In particolare, alla domanda 14, le clausole asimmetriche sono definite come “*a combination of both exclusive and non-exclusive jurisdiction clauses can be inserted. This is increasingly common in commercial contracts where one party wishes to retain the option to bring proceedings against its counterparty where it has assets but impose the exclusive jurisdiction of the English courts on its counterparty in respect of proceedings against itself. The English courts will give effect to such asymmetrical clauses*”.

¹⁶¹ Per un'analisi specifica di tali clausole asimmetriche AHMED, *The Legal Regulation and Enforcement of Asymmetric Jurisdiction Agreements in the European Union*, in *European Business Law Review*, 2017, 403-425; MERRETT, *The Future Enforcement of Asymmetric*

non rientrerebbero nel campo di applicazione della Convenzione dell'Aia, che, attualmente, costituisce l'unico strumento normativo in vigore sia nel Regno Unito che in Unione europea¹⁶².

Infine, l'Associazione ritiene che una tra le principali soluzioni per risolvere l'incertezza derivante dai conflitti di giurisdizione *post* Brexit sia l'instaurazione di un arbitrato. Infatti, a differenza delle clausole di scelta della giurisdizione, quelle arbitrali non dovrebbero essere influenzate dal recesso del Regno Unito dall'Unione europea poiché l'arbitrato è regolato da leggi nazionali (come, ad esempio, lo UK's Arbitration Act del 1996) e da una Convenzione internazionale (la Convenzione di New York sul riconoscimento dei lodi arbitrali stranieri, di cui gli Stati membri e il Regno Unito sono già firmatari a pieno titolo). Di conseguenza, un lodo arbitrale emesso nel Regno Unito dovrebbe essere immediatamente riconosciuto negli Stati membri dell'Unione europea, e viceversa, anche a seguito della Brexit¹⁶³.

2. *I nuovi modelli e gli interventi di lobbying sugli Stati membri UE per una legislazione più derivatives-friendly*

Sin dal referendum, l'ISDA ha avvertito la necessità di attuare un'ulteriore strategia per limitare il più possibile gli effetti indesiderati della Brexit. Tale esigenza è stata percepita soprattutto in riferimento alle controparti con sede negli Stati membri che, tradizionalmente, utilizzavano il

Jurisdiction Agreements, in *International & Comparative Law Quarterly*, 2018, 37-61. Per una comparazione tra le varie clausole di giurisdizione, si veda KEYES – MARSHALL, *Jurisdiction agreements: exclusive, optional and asymmetrical*, in *Journal of Private International Law*, (2015), 345-378.

¹⁶² In senso contrario, su tutti, MARSHALL, *The 2005 Hague Convention: A Panacea for Non-Exclusive and Asymmetric Jurisdiction Agreements Too?*, in Bath – Dickinson - Douglas Keyes, *Commercial Issues in Private International Law: A Common Law Perspective*, Oxford, 2019.

¹⁶³ Su questo argomento VARAPNICKAS, *Brexit and Arbitration: What Happens Next?*, in *Conference Papers of the 5th International Conference of PhD Students and Young Researchers*, 2018, 416-426.

Master Agreement, selezionando la legge e le corti d'oltremarina per le loro transazioni in derivati OTC.

Di conseguenza, all'inizio del 2018, l'ISDA ha annunciato di aver intrapreso, in risposta alle preoccupazioni espresse dai suoi membri, alcuni lavori di aggiornamento con la redazione di due nuove versioni del Master Agreement, rispettivamente, secondo il diritto francese ed il diritto irlandese. In tal modo, gli operatori del mercato avrebbero la possibilità di disciplinare le proprie transazioni in base ad un Master Agreement soggetto al diritto di due Stati membri dell'Unione europea, in alternativa alla versione di diritto inglese, così da evitare gli ostacoli creati dalla Brexit. In particolare, tale scelta dell'ISDA si basa sulla volontà di utilizzare sistemi giuridici sia di diritto comune che di diritto civile¹⁶⁴. Nei mesi successivi all'annuncio e contestualmente all'attività di *lobbying*, l'ISDA ha lavorato con i suoi membri, con i consulenti locali e con altri *stakeholder* per redigere i nuovi Master Agreement, la cui pubblicazione è avvenuta il 3 luglio 2018¹⁶⁵.

Tuttavia, affinché tali modelli ricevano lo stesso trattamento normativo che, generalmente, il Master Agreement riceve secondo la legge del Regno Unito, è stato necessario avviare un lavoro di *lobbying* sui relativi governi, ai fini dell'attuazione determinate modifiche legislative che rendano la legislazione più *derivatives-friendly*.

¹⁶⁴ A tal proposito, CARROLL – WELLS, *ISDA hedges its bets over Brexit*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019, 51.

¹⁶⁵ INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *ISDA Publishes French and Irish Law Master Agreements*, 2018, in www.isda.org. Il commento dell'ISDA sulla pubblicazione di questi documenti è stato finora relativamente prudente e diplomatico. Tendenzialmente, l'Associazione non intende favorire né incoraggiare l'uso di una giurisdizione rispetto ad un'altra. Il consigliere generale dell'ISDA, Katherine Tew Darras, ha dichiarato, infatti, che: “*An English law Master Agreement won't become any less valid in the EU post-Brexit, irrespective of the outcome of the Brexit negotiations. There will be good reasons for EU/EEA counterparties to continue using the English law Master Agreement, and there will be good reasons for them to start using the French and Irish law versions. This is all about providing choice to the market and allowing counterparties to choose the option that best suits their needs*”.

In special modo in Francia, le interazioni tra l'Associazione e il governo hanno condotto all'adozione di misure di adeguamento del quadro giuridico francese al nuovo modello di Master Agreement ISDA¹⁶⁶. Tali misure, inizialmente previste dall'articolo 23 del disegno di legge PACTE, sono state attuate in seguito con l'Ordinanza n. 2019-75¹⁶⁷.

L'Ordinanza, in primo luogo, estende il campo di applicazione delle misure ammissibili nell'ambito del *close out netting*, modificando l'articolo L.211-36 del Codice monetario e finanziario. Pertanto, la compensazione, ai sensi del diritto francese, è diventata più flessibile e può operare sia con riguardo a singole transazioni, sia rispetto a molteplici e contemporanee transazioni.

In secondo luogo, l'Ordinanza, emendando l'art. L. 211-40 del Codice monetario e finanziario francese, ha modificato le regole di limitazione alla capitalizzazione degli interessi¹⁶⁸, in modo che essa sia possibile anche nel caso di interessi scaduti per un periodo inferiore ad un anno. Di conseguenza, l'ISDA non ha dovuto modificare il Master Agreement da questo punto di vista.

Inoltre, con il supporto istituzionale dell'Alto Comitato Giuridico per i Mercati Finanziari di Parigi (*Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*), l'articolo 3 dell'Ordinanza ha introdotto un *safe harbour* della durata di 12 mesi per gli accordi già stipulati ai sensi del diritto inglese¹⁶⁹.

¹⁶⁶ BENOIT, *Brexit: les contrats de dérivés pourraient être régis par le droit français*, 2018, in www.lesechos.fr.

¹⁶⁷ Tale Ordinanza, è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale francese il 7 febbraio 2019, in applicazione della Legge n. 2019-30 del 19 gennaio. Con quest'ultima si è autorizzato il governo ad adottare, attraverso Ordinanze, delle misure di preparazione all'uscita del Regno Unito dall'Unione europea.

¹⁶⁸ Art. 1343-2, Codice Civile francese. Tuttavia, si noti che la modifica ha interessato esclusivamente i contratti finanziari di cui all'articolo L.211-36-1 del Codice monetario e finanziario.

¹⁶⁹ L'ISDA e i suoi membri collaborano con i governi nazionali per recepire i cosiddetti *safe harbour* per le operazioni in derivati OTC e i relativi *collateral*. Anche in questo caso, l'Associazione ha ottenuto dal governo francese l'introduzione di una norma specifica in virtù della quale i contratti derivati OTC preesistenti avrebbero potuto essere replicati con un *dealer* con sede nell'Unione europea. In questo modo è stato possibile garantire la regolare

Infatti, ha previsto un meccanismo per "replicare" tali accordi con un *dealer* situato all'interno dell'Unione europea.

Ciò significa che nell'anno successivo all'entrata in vigore dell'Ordinanza, anziché dover rinegoziare *ex novo* l'accordo, la controparte domiciliata in uno Stato membro avrebbe potuto duplicare il Master Agreement che aveva già siglato con un *dealer* inglese. A questo fine, sono state introdotte alcune condizioni: il nuovo accordo, ad eccezione della clausola sulla legge applicabile e sulla giurisdizione, avrebbe dovuto essere identico al precedente. Inoltre, il nuovo accordo avrebbe dovuto essere stipulato con un *dealer* dello stesso gruppo di quello britannico e con lo stesso *rating* in termini di qualità del credito. Il nuovo accordo sarebbe stato considerato accettato alla scadenza di cinque giorni lavorativi dal ricevimento dell'offerta, ove il cliente situato nell'Unione europea avesse effettuato una nuova transazione ai sensi dell'accordo medesimo¹⁷⁰.

In questo modo, sulla spinta dell'ISDA, il governo francese ha rimosso gli ultimi ostacoli alla redazione di un proprio Master Agreement. In prospettiva, questo dovrebbe consentire alle parti di beneficiare di un quadro giuridico certo per l'esecuzione dei propri contratti derivati OTC e, al contempo, garantire l'automatico riconoscimento delle eventuali sentenze negli altri Stati membri¹⁷¹.

Oltre alle modifiche legislative appositamente attuate dal governo francese per andare incontro alle esigenze dell'industria e del mercato dei derivati OTC, altre ragioni spiegano perché l'ISDA abbia scelto la legge francese per il suo Master Agreement di diritto civile.

esecuzione di questi accordi, evitando, al contempo, costi ulteriori di negoziazione e transazione.

¹⁷⁰ Si veda SEBIRE – LARROQUE, *Adaptation du Droit français pour les besoins de la nouvelle Convention-Cadre ISDA*, 2019, in www.cms.law.

¹⁷¹ Per un approfondimento sul punto, BENOIT, *Dérivés: la France adapte son droit aux contrats internationaux*, 2018, in www.lesechos.fr.

Tale scelta si basa, innanzitutto, sull'efficienza dell'ordinamento giuridico francese e sulla sua compatibilità con i mercati finanziari, in quanto più *business friendly* rispetto ad altri. Infatti, il diritto francese sembrerebbe il più adatto ad accogliere i meccanismi contrattuali presenti all'interno di un Master Agreement. A differenza di altri sistemi continentali, ad esempio, esso è compatibile con il protocollo per l'aggiornamento della documentazione ISDA¹⁷². Questo metodo di gestione delle modifiche contrattuali, riconosciuto dalla legge francese, permette di risparmiare tempo poiché non è necessario rinegoziare e modificare singolarmente ogni contratto. In primo luogo, infatti, soddisfa i requisiti di offerta e di accettazione stabiliti dal Codice civile, i quali stabiliscono che la volontà delle parti possa derivare da una loro dichiarazione o da un loro comportamento inequivoco¹⁷³. Di conseguenza, l'adesione di un contraente al protocollo predisposto dall'ISDA costituisce una piena manifestazione della propria volontà di acconsentire alla modifica prevista. Inoltre, in materia commerciale, non è richiesta una forma specifica *ad probationem* per la modifica contrattuale, poiché gli atti di commercio possono essere provati con qualsiasi mezzo, salvo diversa disposizione di legge¹⁷⁴. Pertanto, nonostante il protocollo abbia una forma esclusivamente telematica, la modifica è pienamente legittima e provata in virtù del diritto francese.

¹⁷² Questo metodo si basa su una proposta dell'ISDA di modificare un proprio documento nella forma di un protocollo cui aderire. Tale protocollo è poi registrato sul sito dell'ISDA affinché tutte le parti di un Master Agreement possano aderire o meno. Nel momento in cui le parti di un singolo Master Agreement aderiscono alle stesse modifiche, il contratto viene modificato automaticamente. A tal riguardo, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Protocols, How to Adhere*, 2014, in www.isda.org.

¹⁷³ Artt. 1113 ss., Codice Civile francese. L'art 1113, in particolare, dispone che “*Le contrat est formé par la rencontre d'une offre et d'une acceptation par lesquelles les parties manifestent leur volonté de s'engager. Cette volonté peut résulter d'une déclaration ou d'un comportement non équivoque de son auteu*”.

¹⁷⁴ Art L. 110-3, Codice commerciale francese. Infatti, in tale articolo si stabilisce che “*A l'égard des commerçants, les actes de commerce peuvent se prouver par tous moyens à moins qu'il n'en soit autrement disposé par la loi*”.

Nella redazione dei nuovi documenti, l'ISDA ha cercato di garantire la massima aderenza possibile al Master Agreement del 2002. Ciononostante, in entrambe le nuove versioni sono presenti delle differenze sostanziali. In riferimento al modello irlandese, la diversità principale con l'accordo di diritto inglese riguarda la Sezione 13, in cui, coerentemente, si stabilisce che al contratto si applicherà il diritto irlandese e le controversie saranno giudicate dalle corti irlandesi.

Nell'accordo di diritto francese, invece, le differenze sono più rilevanti. In particolare, è stata modificata la Sezione 2 (a) (iii), sul *flawed asset agreement*¹⁷⁵, poiché è improbabile che, nella sua forma originaria, potesse essere valido ed efficace ai sensi del diritto francese. Infatti, generalmente, una clausola di *flawed asset* della Sezione 2 (a) (iii) prevede, tra l'altro, che l'obbligo di eseguire ogni pagamento o consegna sia soggetto alla condizione sospensiva che nessun evento di inadempimento si sia verificato a danno dell'altra parte. In virtù di tale clausola, quindi, la parte non inadempiente potrebbe sospendere a tempo indeterminato l'esecuzione del contratto, come riconosciuto in *Lomas c. JFB Firth Rixson Inc*¹⁷⁶, se la sua controparte risulta essere inadempiente. Tuttavia, il Codice civile francese stabilisce che “si considera non scritta ogni clausola che priva l'obbligazione essenziale del debitore della sua sostanza”¹⁷⁷. Pertanto, il Master Agreement di diritto francese, nella Sezione 2 (a) (iii) si limita a disporre l'adempimento delle obbligazioni entro una data specifica, il cui mancato rispetto determina

¹⁷⁵ Per approfondire questo tema, PENN, *Bridging the Gap Between the Private and Public Regulation of OTC Derivatives Markets: Analysis of the Performance of the 'Flawed Asset' and Close-out Netting Provisions in the ISDA Master Agreement During the Global Financial Crisis and the Subsequent Regulatory Reforms relating to Central Clearing and Initial and Variation Collateral Margining*, in *Victoria University of Wellington Research Papers*, 2018, 20-37.

¹⁷⁶ In questa sentenza, infatti, la Corte d'Appello inglese ha confermato che gli obblighi di pagamento della parte non inadempiente, sospesi ai sensi della Sezione 2 (a) (iii) dell'ISDA Master Agreement, non sono estinti né alla loro data di scadenza né alla data di scadenza dell'operazione, ma possono esistere a tempo indeterminato. In merito, MURRAY, *Lomas v Firth Rixson: 'As you were!'*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, 395-426.

¹⁷⁷ Art. 1170, Codice civile francese.

la risoluzione anticipata del contratto. A tal proposito, in caso di responsabilità contrattuale, è possibile agire entro un termine di prescrizione di cinque anni, inserito appositamente nella Sezione 9 (f) del modello francese.

In secondo luogo, è stata modificata la Sezione 2 (c) sul *payment netting* al fine di garantire che, ai sensi del diritto francese, tale procedimento operi non come una novazione del contratto¹⁷⁸, bensì come una compensazione tra le parti che mira a ridurre i reciproci obblighi preesistenti¹⁷⁹.

Ancora, nella Sezione 3, riguardante la rappresentazione degli obblighi vincolanti, è stato rimosso il riferimento agli *equitable principles* come fonte di legge¹⁸⁰, poiché non sono applicabili ai sensi del diritto civile, ma è stato mantenuto un riferimento all'*équité*. Essa, infatti, pur non essendo una fonte del diritto secondo la *civil law*, è uno standard sussidiario di interpretazione della volontà delle parti¹⁸¹.

Infine, è stata modificata la Sezione 13, sia nella parte sulla legge applicabile, stabilendo che “la legge francese è la legge applicabile all'Accordo”, sia nella parte riguardante la giurisdizione, per cui le controversie devono essere presentate dinanzi ai tribunali del commercio di

¹⁷⁸ Si fa riferimento al *payment netting* quando le controparti hanno una serie di obblighi reciproci e concordano di compensare tali obblighi. Tale procedura è nota anche come *settlement netting*, e non è da confondere con il *close-out netting* che, di solito, si verifica dopo un evento di risoluzione, come l'inadempimento. In quest'ultimo caso, le transazioni tra le due parti vengono conteggiate e consolidate per arrivare ad un unico importo affinché una parte paghi l'altra. A tal proposito, SRINIVASAN – H. KIM, *Payments Netting in International Cash Management: A Network Optimization Approach*, in *Journal of International Business Studies*, 1986, 1-20. Inoltre, sull'importanza della scelta della legge applicabile rispetto al *payment netting*, si veda GUYNN – TAHYAR, *The Importance of Choice of Law and finality to PvP, Netting and Collateral Arrangements*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 1996, 1358.

¹⁷⁹ Art. 1347, Codice Civile francese.

¹⁸⁰ In materia di *equitable principles*, MASON, *The Impact of Equitable Doctrine on the Law of Contract*, in *Anglo-American Law Review*, (1998), 1-28.

¹⁸¹ In questo modo, ALBIGES, *De l'équité en droit privé*, Montpellier, 1997.

Parigi e, in secondo grado, alla Corte d'appello di Parigi. Le parti, inoltre, possono scegliere se la giurisdizione deve essere esclusiva o non esclusiva¹⁸².

Parallelamente ai nuovi Master Agreement, sono stati rilasciati pareri legali aggiornati sia sulla legge irlandese che su quella francese in materia di *netting*. Ad essi, sono seguite modifiche anche relativamente al Credit Support Annex ed ai *collateral agreement*¹⁸³. In riferimento al Master Agreement francese, inoltre, è stata aggiunta una clausola sulla scelta della lingua prevalente, rimessa, anche in questo caso, alla discrezione delle parti. Va notato che, a seconda della controparte, è possibile che l'uso della lingua francese sia obbligatorio (ad esempio, in riferimento ad alcuni enti pubblici).

Gli *stakeholder* in Irlanda e Francia hanno apprezzato particolarmente la pubblicazione di questi documenti. Gli studi legali locali, ad esempio, hanno colto l'occasione per promuovere la stipula di contratti derivati OTC nella propria giurisdizione in virtù della maggiore certezza giuridica che dovrebbe accompagnare tale decisione¹⁸⁴.

Sicuramente favorevoli in virtù dei menzionati apprezzamenti, nondimeno le prospettive di diffusione di questi nuovi modelli contrattuali tra gli operatori del settore dipendono, in concreto, dalla combinazione di molteplici fattori. In particolare, considerando che non è stato raggiunto alcun accordo per facilitare il riconoscimento e l'esecuzione delle sentenze tra Regno Unito ed Unione europea in modo simile al regime precedente, è probabile una maggiore adozione dei nuovi modelli ISDA. Inoltre, vi è la possibilità che anche coloro che hanno più familiarità con l'ordinamento britannico, valutino e comparino i rischi di continuare a selezionare la legge

¹⁸² CARROLL – WELLS (nt. 164), 52.

¹⁸³ Sul punto, CAILLEMER DU FERRAGE – HU, *ISDA Publishes Additions to French Law Master Agreement for Derivatives*, 2019, in www.jonesday.com.

¹⁸⁴ Ad esempio, in tal senso, lo studio legale *Centrus* ha dichiarato che “*With a client base across the UK, Ireland, and Europe, we at Centrus look forward to working closely with our clients and our legal counterparts in utilising the additional Irish law agreements in the future*”. Si consulti www.centrusfinancial.com.

e le corti inglesi, rispetto a quelli derivanti dalla scelta di una nuova giurisdizione con cui, però, hanno meno dimestichezza.

Come accennato in precedenza, la motivazione alla base dell'introduzione di un modello sia di diritto irlandese che di diritto francese è stata quella di offrire opzioni sia di *common law* che di *civil law*. Dal punto di vista commerciale, entrambi i Paesi hanno accolto con favore la pubblicazione di questi documenti e, insieme ad essi, la possibilità di negoziare, disciplinare ed eventualmente giudicare nelle loro giurisdizioni un maggior volume di transazioni in derivati OTC, nonché di operazioni potenzialmente correlate. I nuovi modelli francese ed irlandese infatti, con molta probabilità, potrebbero determinare un interesse per queste giurisdizioni che va oltre il mercato dei contratti derivati OTC, conducendo le parti ad intraprendere anche altri tipi di transazioni finanziarie in tali ordinamenti, data la loro compatibilità con il mercato¹⁸⁵.

Inoltre, questi nuovi Master Agreement potrebbero avere un impatto anche sul mercato interno. Ad esempio, in Francia, oltre al Master Agreement ISDA di diritto inglese, sono utilizzati anche i modelli contrattuali emanati dalla Federazione Bancaria Francese (d'ora in poi "FBF"). Tuttavia, la documentazione della FBF viene utilizzata solo per operazioni più semplici e, nella pratica, le parti rinviano spesso alle definizioni ISDA con una clausola *ad hoc*¹⁸⁶. Gli operatori di mercato potrebbero voler semplificare la gestione della documentazione affidandosi esclusivamente all'ISDA per le loro transazioni sia internazionali che domestiche. Di conseguenza, il Master Agreement di diritto francese potrebbe superare la concorrenza dei modelli della FBF anche sul mercato interno¹⁸⁷.

¹⁸⁵ In questo modo, DOWNE, *The choice of French law for the new ISDA Master Agreement: Part 2*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2020, 262-264.

¹⁸⁶ Per una maggiore comprensione di questi modelli, si consulti www.fbf.fr.

¹⁸⁷ Così, SÉBIRE, *What is the purpose of a French law ISDA master agreement?*, 2018, in www.cms-lawnow.com.

È difficile, tuttavia, anticipare quale tra le due giurisdizioni possa essere preferita da parte degli operatori di mercato che cerchino, a seguito della Brexit, un'alternativa alla legge e ai tribunali inglesi. A tal proposito, sono da considerare alcuni aspetti fondamentali che possono influenzare questa scelta.

Innanzitutto, per quanto riguarda l'ordinamento irlandese, oltre al fatto che la lingua utilizzata sia sempre quella anglosassone, va sottolineato che la legge è molto simile a quella inglese e le decisioni dei tribunali del Regno Unito hanno una forza persuasiva per le corti irlandesi, specie se riguardano questioni non precedentemente giudicate. Di conseguenza, laddove la preoccupazione delle parti fosse quella di preservare la scelta di un sistema di *common law*, a cui sono state abituate nel corso degli anni, e di mantenere al contempo i vantaggi derivanti dal riconoscimento offerto dagli Stati membri dell'Unione europea, la legge irlandese sarebbe la scelta più opportuna. Tuttavia, poiché la maggioranza degli Stati membri dell'Unione europea presenta un sistema giuridico di *civil law*, i contraenti che operano in queste giurisdizioni potrebbero decidere di adottare la documentazione redatta secondo la legislazione francese in quanto più adatta alle loro esigenze. A tal proposito, infatti, sono già intervenute alcune manifestazioni di interesse per il nuovo Master Agreement francese da parte delle principali associazioni di gestione patrimoniale ed alcune parti hanno già avviato la loro transizione verso questo nuovo modello¹⁸⁸. Inoltre, altre associazioni finanziarie hanno dichiarato che ormai, per i contraenti non britannici, non ci sarebbero particolari ragioni né dal punto di vista legale né pratico per scegliere la legge e le corti inglesi¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Ad esempio, la *Association Française de la Gestion financière (AFG)*, la più grande associazione di *asset management* dell'Europa continentale, ha recentemente emesso un comunicato ai suoi membri a sostegno del nuovo Master Agreement di diritto francese. Per approfondire, CAILLEMER DU FERRAGE – HU, *AFG Supports New ISDA French Law Documentation*, 2019, in www.jonesday.com.

¹⁸⁹ Si veda la dichiarazione del 22 febbraio 2019 della *Association Française des Trésoriers d'Entreprise (AFTE)*, in www.afte.com

Ad ogni modo, nonostante le pressioni dell'ISDA nei confronti dei *policymakers* dei suddetti Stati membri ed i conseguenti interventi normativi realizzati, diversi partecipanti al mercato dei derivati OTC hanno espresso alcune perplessità sul fatto che i nuovi Master Agreement possano portare ad esiti positivi. In generale, le parti di un contratto sono disposte a adottare uno specifico modello di Master Agreement quando ritengono che sarà applicato in modo conforme ai propri obiettivi e, più in generale, in modo favorevole per il mercato. Tale conformità dipende, tendenzialmente, dal diritto commerciale, soprattutto in materia di compensazione ed insolvenza, dal diritto contrattuale generale in quanto, tradizionalmente, non esiste una disciplina speciale per i contratti derivati OTC, nonché dalle tecniche interpretative dell'ordinamento giuridico preso in considerazione. A tal proposito, sono state evidenziate alcune criticità che, tuttavia, sembrerebbero essere più apparenti che effettive.

Anzitutto, si sostiene che il diritto fallimentare inglese sia più favorevole ai creditori rispetto a quello francese poiché quest'ultimo stabilirebbe con maggiore frequenza l'impossibilità a ricorrere alla risoluzione dei contratti ancora pendenti per i creditori¹⁹⁰, nonché l'impedimento alla compensazione delle obbligazioni reciproche¹⁹¹. Tuttavia, considerato che il diritto fallimentare francese ha un campo di applicazione senz'altro più ampio, l'articolo L. 211-40 del Codice monetario e finanziario crea un vero e proprio *safe harbour* apposito per i contratti finanziari internazionali poiché consente comunque la risoluzione e la compensazione dei contratti derivati OTC anche dopo la presentazione di un'istanza di

¹⁹⁰ Art. L. 622-13 o L. 631-14, Codice del Commercio francese, a seconda della specifica procedura concorsuale. Nell specifico, i curatori fallimentari hanno una maggiore capacità di selezionare i contratti che desiderano continuare per conto del debitore, scegliendo quelli che creano un saldo netto per il debitore. Si vedano artt L. 622-13, L. 631-14 e L. 641-11 -1-II, Codice del Commercio francese. Inoltre, possono essere concessi ritardi e periodi di grazia ex art. L. 611-10-2 e L. 611-7, Codice di commercio francese, mentre i pagamenti anticipati sono vietati, una volta avviata una procedura di insolvenza, dall'art. L. 622-7-I, Codice del commercio francese.

¹⁹¹ Art. L. 611-10-1, Codice del Commercio francese.

insolvenza. Pertanto, si potrebbe sostenere che il diritto francese arriva a risultati simili a quelli raggiunti dal diritto inglese, mediante norme eccezionali *ad hoc*. Ciò è contrario all'approccio dell'ordinamento inglese che, invece, utilizza il diritto generale con riguardo a numerosi aspetti (es. interpretazione, compensazione, procedure concorsuali, ecc.).

Un'altra critica ricorrente si fonda sull'assunto che le soluzioni offerte dal diritto civile francese, siano più incerte in ragione del costante ricorso alle clausole generali, come la buona fede o *l'équité*¹⁹², che, però, sarebbero incompatibili con il diritto inglese e, in particolare, con le dinamiche commerciali del mercato. Queste ultime, infatti, richiedono il più elevato grado di certezza giuridica possibile, affinché l'esecuzione delle transazioni avvenga in modo regolare ed ordinato. Di conseguenza, il ricorso alle clausole generali potrebbe provocare una maggiore indeterminatezza che sarebbe in contrasto con le esigenze di certezza del mercato.

Anche in questo caso, però, nonostante la legge inglese non riconosca esplicitamente, ad esempio, il dovere di buona fede si arriva ad un risultato simile, indirettamente, attraverso specifici rinvii agli istituti sulla costrizione economica, falsa dichiarazione, influenza indebita, arricchimento senza causa o mediante l'equità. Inoltre, va considerato che la documentazione ISDA ha da sempre utilizzato clausole generali. Il Master Agreement del 1992, ad esempio, si basa sulla buona fede per calcolare l'importo da liquidare. Ancora, il Master Agreement del 2002 fa riferimento al concetto di ragionevolezza commerciale¹⁹³.

¹⁹² A tal proposito, artt. 1104 e 1194, Codice Civile francese.

¹⁹³ In questo senso, si veda la sentenza EWHC, *Lehman Brothers Special Financing Inc c. National Power Corporation*, 2018 in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019. In questa sentenza, la *High Court* ha stabilito che nel determinare un importo di close-out, ai sensi della Sezione 6 (d) del Master Agreement ISDA del 2002, il requisito di utilizzare "procedure commercialmente ragionevoli al fine di produrre un risultato commercialmente ragionevole" impone uno standard puramente oggettivo che può essere misurato e, in ultima analisi, sostituito dal calcolo della Corte.

Un altro aspetto di estrema importanza per coloro che eseguono transazioni in derivati OTC è che i Master Agreement siano interpretati in modo uniforme¹⁹⁴. Con riguardo a tale aspetto, le regole relative all'interpretazione del contratto previste dal diritto inglese e da quello francese differiscono, anche se, ancora una volta, da un punto di vista essenzialmente formale e non, invece, sostanziale.

Nel diritto francese il giudice può prendere in considerazione, oltre al contenuto del contratto, anche le informazioni precontrattuali. Diversamente, nel diritto inglese, la *parol evidence rule* vieta il ricorso ad elementi esterni al contratto o a prove orali per interpretarlo¹⁹⁵. Ciò è giustificato da ragioni di certezza, efficienza e buon senso in quanto le informazioni precontrattuali possono solo stabilire le intenzioni precontrattuali o le posizioni negoziali delle parti¹⁹⁶. Nondimeno, nella pratica, è frequente che le parti di un contratto disciplinato dal diritto francese inseriscano una clausola specifica affinché non siano prese in considerazione le informazioni rese in sede precontrattuale. Al contempo, è possibile che le parti di un contratto di diritto inglese, che desiderino deviare dalla *parol evidence rule*, stabiliscano che il giudice debba considerare anche la fase precontrattuale¹⁹⁷. Pertanto, sebbene le posizioni

¹⁹⁴ DOWNE, *The choice of French Law for the new ISDA Master Agreement: Part 1*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019, 660.

¹⁹⁵ Questa regola disciplina la misura in cui le parti in causa possono introdurre in tribunale prove di un accordo precedente o contemporaneo al fine di modificare, spiegare o integrare il contratto in questione. In particolare, la regola esclude l'ammissione di prove verbali. Ciò significa che quando le parti di un contratto hanno stipulato e firmato un contratto scritto, non saranno ammesse prove riguardanti le trattative antecedenti al fine di variare o contraddire quanto scritto nel contratto stesso. Sul tema KLASS, *Parol Evidence Rules and the Mechanics of Choice*, in *Theoretical Inq. L.*, 2019, 457; inoltre, per ulteriori approfondimenti, si consiglia SCOTT – KRAUS, *Contract Law and Theory*, New York, (2013), 539.

¹⁹⁶ In tal senso HL, *Prenn c. Simmonds*, 1971, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019. In questo caso la House of Lords ha confermato il principio secondo cui possono essere ammesse prove estrinseche (prove extracontrattuali) per spiegare i retroscena delle questioni, ma non per dimostrare le intenzioni soggettive delle parti. Per una panoramica completa sul tema, STAUGHTON, *How do Courts Interpret Commercial Contracts*, in *The Cambridge Law Journal*, 1999, 303-313.

¹⁹⁷ Si veda EWHC, *Couchman c. Hill*, 1947, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019. In tale caso, in un'asta, l'attore ha acquistato due

predefinite siano inizialmente diverse, attraverso l'inserimento di tali clausole nel Master Agreement, è possibile giungere ad esiti sostanzialmente simili.

Un ulteriore profilo di apparente contrasto riguarda il ricorso alla tecnica dell'implicazione¹⁹⁸. In proposito, occorre sottolineare che nei contratti commerciali di diritto inglese, nulla è o dovrebbe essere implicito¹⁹⁹. Nel diritto francese, invece, il confine tra implicazione e interpretazione è meno netto e i contratti appaiono meno completi di quelli inglesi, in quanto le parti possono fare affidamento su norme generali, come quelle del Codice civile, per colmare le proprie lacune a differenza delle parti di un contratto inglese. Ciò non solo significa che i contratti inglesi tendono ad essere più completi, ma anche che sono presunti e trattati come tali dai tribunali²⁰⁰. Allo

giovenche. Il catalogo dell'asta conteneva una clausola che recitava: "I lotti sono venduti con tutti i vizi, imperfezioni ed errori di descrizione". Prima della vendita, l'attore ha chiesto al convenuto e a un banditore se le giovenche erano davvero in buone condizioni. Entrambi, il banditore e l'imputato, hanno confermato tali informazioni. Pertanto, l'attore ha fatto un'offerta sulle giovenche, tuttavia, come si è scoperto in seguito, una delle giovenche era morta a causa del trasporto. Conseguentemente, l'attore ha proposto ricorso contro il convenuto per violazione della garanzia. La Corte d'Appello ha accolto il ricorso del ricorrente. Il tribunale ha ritenuto che la clausola del catalogo d'asta fosse ragionevole ed efficace e, quindi, escludesse l'imputato dalla sua responsabilità personale. Tuttavia, essendo la conferma orale del convenuto il motivo principale per cui l'attore ha stipulato l'accordo contrattuale, la garanzia prestata oralmente ha annullato la condizione stampata nel catalogo. Infine, il tribunale ha ritenuto che l'attore avesse il diritto di chiedere il risarcimento dei danni in quanto il convenuto ha violato la garanzia. Sul punto, DAWSON, *Parol Evidence, Misrepresentation and Collateral Contracts*, in *McGill Law Journal*, 1982.

¹⁹⁸ Per implicazione si intende un processo di aggiunta di termini impliciti al contenuto esplicito del contratto. A riguardo, KRAMER, *Implication in Fact as an Instance of Contractual Interpretation*, in *The Cambridge Law Journal*, 2004, 384-411.

¹⁹⁹ In tal senso, EWCA, *Crema c. Cenkos Securities plc*, 2010, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019. Nella fattispecie, Crema chiese il pagamento delle commissioni di intermediazione dopo aver assistito Cenkos nella raccolta di fondi per una società di capitali di rischio. Le parti hanno contestato le modalità di pagamento. Il ricorso fu accolto. Le prove non consentivano di dedurre la clausola richiesta. Tuttavia, il giudice ha affermato quando si decide se una clausola contrattuale debba essere implicita, la matrice fattuale rilevante da prendere in considerazione per accertare le intenzioni oggettive di coloro che la accettano, può includere le attuali pratiche di mercato. Ciò può essere vero anche se tali pratiche non possono costituire "uso commerciale o consuetudine" e i contratti in questione non sono stati interamente ridotti alla scrittura. A riguardo, si veda KAIN, *The Implication of Contractual Terms in the New Millennium*, in *Canadian Business Law Journal*, 2011, 173.

²⁰⁰ Sul punto si veda UKSC, *Marks & Spencer Plc c. BNP Paribas Securities Services Trust Co (Jersey) Ltd*, 2015, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019. La Suprema Corte ha confermato la decisione della Corte d'Appello. Il conduttore

stesso tempo, però, un Master Agreement di diritto francese dovrebbe riuscire, con più facilità, a fronteggiare il caso in cui ci siano aspetti disciplinati non esplicitamente rispetto a un Master Agreement di diritto inglese. Infatti, in questo caso, un giudice francese potrebbe utilizzare la tecnica dell'implicazione, ricorrendo in via suppletiva all'*équité*, alla legge e agli usi²⁰¹. Di conseguenza, anche il modello francese è, in realtà, sufficientemente efficiente da questo punto di vista in quanto riduce la necessità di lunghi costi di redazione e di transazione.

Dal punto di vista interpretativo, però, il problema principale risiede nelle norme che regolano l'interpretazione *stricto sensu*. In questo ambito, il diritto inglese favorisce un approccio oggettivo all'interpretazione, mentre il diritto francese viene talvolta criticato poiché adotta, al contrario, un criterio soggettivo²⁰². Infatti, il diritto inglese è interessato soprattutto a ciò che le parti hanno concordato testualmente²⁰³, mentre il diritto francese tende ad indagare e a valorizzare anche le intenzioni delle parti.

Tuttavia, bisogna ribadire che un Master Agreement ISDA non è un qualsiasi contratto ordinario, in quanto consiste in un contratto standardizzato che viene redatto da un soggetto terzo al mercato e ripetutamente utilizzato dagli operatori del medesimo mercato. Pertanto, ad eccezione degli aspetti personalizzati del Master Agreement²⁰⁴, i giudici francesi sono tenuti ad

sosteneva che nel contratto di locazione dovesse essere implicita una clausola che obbligasse il locatore a rimborsare il canone anticipato, in modo che anche in assenza di un obbligo esplicito, l'inquilino sarebbe comunque rimborsato per il periodo successivo alla cessazione del contratto. In tal caso, però, la Suprema Corte ha considerato questa clausola non implicita, rigettando, di conseguenza, la richiesta del conduttore.

²⁰¹ Art. 1194, Codice Civile francese. A tal proposito, in una conferenza ospitata presso la Corte d'Appello di Parigi il 14 giugno 2019, dal titolo "*L'attractivité de la Place de Paris. Les Chambres Commerciales Internationales: fonctionnement et trajectoire*", le corti francesi hanno dichiarato che i precedenti inglesi e newyorkesi sarebbero stati trattati come usi commerciali ai sensi dell'art 1194. L'apertura francese, pertanto, dovrebbe servire a rassicurare i mercati finanziari.

²⁰² Art. 1188, Codice Civile francese.

²⁰³ Nell'ordinamento inglese si tende a prediligere un approccio più letterale come mostrato, ad esempio, in *Arnold c. Britton*, 2015.

²⁰⁴ A tal riguardo, va notato che la documentazione ISDA può essere negoziata, modificata e adattata, motivo per cui le eventuali incongruenze tra il Master Agreement e una *confirmation*

interpretare il contratto in modo oggettivo al fine di garantire un'interpretazione omogenea e costante delle clausole ricorrenti. In questo senso si spiega il ruolo svolto in proposito dalla Corte di Cassazione francese che si accerta e verifica che i giudici di primo grado interpretino in modo oggettivo e conforme le clausole standard del Master Agreement²⁰⁵, con la conseguenza che, come accade per altri contratti standard, quali i contratti assicurativi, è legittimo attendersi una interpretazione obiettiva del Master Agreement ISDA. In definitiva, nonostante i giudici francesi, nell'attività interpretativa, possano accedere a più informazioni, nonostante la tecnica dell'implicazione abbia una portata differente e l'interpretazione sia maggiormente soggettiva rispetto alle regole di diritto inglese, tutto questo non dovrebbe condurre necessariamente a risultati divergenti nell'interpretazione del Master Agreement²⁰⁶.

Infine, i timori sull'efficacia del nuovo Master Agreement di diritto francese si fondano sulla mancanza di competenza e di esperienza dei giudici francesi in materia di derivati OTC. Le parti di un tale contratto, correttamente, hanno interesse a che il loro contenzioso non solo sia giudicato in modo favorevole al mercato, ma anche che ciò sia fatto da un professionista con conoscenze tecniche specifiche. Questo è il motivo per cui il Regno Unito, ad esempio, ha creato un albo di giudici esperti in ambito finanziario e l'ISDA ha individuato alcune alternative alla magistratura ordinaria come i *Determinations Committees* e le clausole di arbitrato.

Di conseguenza, la Francia, comprendendo sin da subito la necessità di istituire un *forum* specializzato, ha introdotto le Camere Internazionali dei Tribunali di Parigi, la cui struttura si basa su una precedente camera

vengono risolte a favore di quest'ultima visto che, generalmente, contiene gli aspetti personalizzati.

²⁰⁵ Per precisione, in linea di principio, la Corte di cassazione non può riconsiderare l'interpretazione di un giudice di primo grado, a meno che tale giudice di primo grado violi palesemente il significato di un termine chiaro ai sensi dell'art. 1192, Codice Civile francese.

²⁰⁶ Per approfondire, DOWNE (nt. 194), 661-664.

internazionale costituita nel 1995. Esse sono supportate dal Comitato Legale per i Mercati Finanziari di Parigi e, attualmente si compongono di due sezioni, una presso il Tribunale commerciale di Parigi e una presso la Corte d'Appello di Parigi per i ricorsi in secondo grado²⁰⁷.

I Protocolli relativi alle regole procedurali applicabili alle Camere Internazionali del Tribunale commerciale e della Corte d'Appello di Parigi (d'ora in poi "i Protocolli")²⁰⁸, firmati dalle due Camere, con l'Ordine degli Avvocati di Parigi, indicano, al primo articolo, che le Camere internazionali saranno competenti in tutte le controversie commerciali transnazionali²⁰⁹, incluse quelle concernenti operazioni e transazioni su strumenti finanziari. L'unica difficoltà potrebbe risiedere nel fatto che le Camere Internazionali sono competenti per le sole controversie che coinvolgono "interessi commerciali internazionali" e non anche per quelle scaturite da transazioni puramente nazionali, in contrasto con le aspettative del mercato. Tuttavia, considerando l'entità delle transazioni qui considerate, le eventuali controversie dovrebbero interessare l'intero mercato indipendentemente dalla nazionalità delle parti. Inoltre, per risolvere qualsiasi dubbio, il Protocollo afferma chiaramente che gli "accordi quadro standard" rientrano nella competenza specifica delle Camere Internazionali²¹⁰.

²⁰⁷ DOWNE (nt. 185), 265.

²⁰⁸ Si veda COUR D'APPEL DE PARIS - AVOCATS BARREAU DE PARIS, *Protocol relating to procedural rules applicable to the International Chamber of the Paris Commercial Court*, 2018, in www.cours-appel.justice.fr; COUR D'APPEL DE PARIS - AVOCATS BARREAU DE PARIS *Protocol relating to procedural rules applicable to the International Chamber of the Court of Appeal of Paris*, 2018, in www.cours-appel.justice.fr.

²⁰⁹ Art. 1, co. 1. In questo articolo, i Protocolli stabiliscono che "*The Enrollment Chamber of the Court or, as appropriate, the judge specifically appointed by the President of the Court for urgent matters, as contemplated in article 858 of the Civil Procedure Code, shall direct all transnational commercial disputes to the International Chamber*".

²¹⁰ All'art. 1, co. 2, infatti, si indica quali controversie siano considerate "*transnational commercial disputes*", cioè quelle relative a "*commercial contracts and the termination of commercial relations, transport, unfair competition, anti-competitive commercial practices, operations on financial instruments, standard master agreements, and financial contracts, instruments, and products*".

Tuttavia, va sottolineato che le Camere Internazionali non sono tecnicamente una giurisdizione, bensì un organo speciale all'interno dei tribunali ordinari. Ciò significa che non possono essere designate, quale organo giudicante, da una clausola di giurisdizione. La clausola 13(b) del Master Agreement ISDA di diritto francese, pertanto, potrà limitarsi ad indicare, come corti aventi giurisdizione, il Tribunale commerciale e la Corte di Appello di Parigi²¹¹. Nel momento in cui la controversia avrà ad oggetto una delle materie di competenza delle Camere internazionali, sarà il presidente della Corte, in virtù di un provvedimento insindacabile, a deferire la stessa alle Camere internazionali. Un'ulteriore raccomandazione, tuttavia, è di inserire tra parentesi la designazione delle Camere Internazionali.

In ragione della peculiarità delle Camere Internazionali, i procedimenti avanti ad esse, presentando caratteristiche *ad hoc*, risultano diversi da quelli ordinari. In particolare, al fine di garantire una certa familiarità con l'approccio adottato sino ad ora dai tribunali inglesi, non solo sono stati introdotti alcuni istituti tipici della *common law*²¹², ma è anche previsto che le parti possano presentare i propri documenti in inglese senza traduzione ed esprimersi, insieme ai loro testimoni ed avvocati, in inglese. Ciò consente anche all'ISDA nonché ad altri soggetti esperti, come ad esempio i membri di *P.R.I.M.E. Finance*²¹³, di intervenire e presentare il loro punto di vista su una determinata questione, come è accaduto in alcuni casi inglesi²¹⁴. In aggiunta, nelle Camere Internazionali è stata introdotta la

²¹¹ Si veda, a tal proposito, l'art 1, co. 3, dei Protocolli. Ai sensi di questo articolo, si dispone che “*The jurisdiction of the Court may also result from contractual clauses conferring jurisdiction on the courts that are under the Court of Appeal of Paris*”.

²¹² Specificamente *witnesses, experts, proof, fast track* e *amicus brief*.

²¹³ Il *Panel of Recognised International Market Experts in Finance (P.R.I.M.E. Finance)* è composto da oltre 200 esperti legali e finanziari, tra cui giudici in carica ed in pensione, banchieri centrali, accademici, rappresentanti di studi legali privati e partecipanti al mercato dei derivati (sia *dealer* che *buy side*). Molti hanno esperienza diretta nella strutturazione e nell'esecuzione di transazioni, nonché con le leggi, i regolamenti e la documentazione standard del mercato della finanza strutturata. Per approfondire, si consulti www.primefinancedisputes.org

²¹⁴ Si veda EWHC, *Lomas c. JFB Firth Rixson Inc*, 2010.

traduzione simultanea ed è richiesto che i giudici abbiano una conoscenza approfondita della lingua inglese. Infine, le sentenze, pur emesse in francese, ricevono una traduzione giurata in inglese.

3. *La spinta dell'ISDA e la risposta dei governi nazionali*

L'ISDA, in ultima istanza quindi, si preoccupa non solo di quale Master Agreement sia utilizzato in concreto dalle parti, ma anche del grado di certezza giuridica che accompagna le soluzioni contrattuali presenti all'interno di ogni accordo²¹⁵.

L'introduzione dei nuovi modelli, nonostante possa sembrare una scelta contro intuitiva in quanto potrebbe determinare il rischio di una maggiore frammentazione nella documentazione, è stata, in questo caso, una scelta obbligata dal verificarsi della Brexit. Tuttavia, l'immissione di un nuovo modello sul mercato non potrebbe condurre, da sola, ad alcun cambiamento sostanziale perché ciò che conta, dal punto di vista degli operatori del mercato, è l'esecutività dell'accordo nel suo complesso. Pertanto, per quanto contrattualmente valido possa essere un Master Agreement, l'ISDA dovrà intervenire in vario modo per far sì che le condizioni contrattuali al suo interno siano rispettate²¹⁶.

I due nuovi modelli di Master Agreement si inseriscono in questa prospettiva e testimoniano l'intenzione dell'ISDA di far fronte agli effetti indesiderati della Brexit non solo concedendo ulteriori opzioni di scelta all'industria, ma anche cercando di agire, in concreto, per garantire che l'efficacia dei contratti non sia minacciata. Di conseguenza, anche la scelta dell'ordinamento irlandese e di quello francese non è casuale, bensì dimostra

²¹⁵ Per un approfondimento sui meccanismi dei contratti standard, KAHAN – KLAUSNER, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or "The Economics of Boilerplate")*, in *Virginia Law Review*, (1997), 713.

²¹⁶ A tal riguardo, con particolare riferimento alle interazioni dell'ISDA con i governi nazionali, si segnala GELPERN, *Commentary: Public Promises and Organizational Agendas*, in *Arizona Law Review*, (2009), 57.

la chiara volontà dell'Associazione di interagire, principalmente, con i governi nazionali disponibili ad accogliere il mercato dei derivati OTC con legislazioni più elastiche.

In particolare, sia l'ordinamento francese che quello irlandese sono stati selezionati dall'ISDA, rispetto ad altri, poiché si caratterizzano per essere, come già sottolineato, giurisdizioni più *business friendly* rispetto ad altre (*supra*, Cap. III, n. 2)²¹⁷, maggiormente recettive alle modifiche normative indicate dall'Associazione e più inclini a rendere interpretazioni simili a quelle che fornirebbero le corti inglesi. Ciononostante, la diffusione dei nuovi modelli di Master Agreement poggia anche su molte altre considerazioni legate anche alla posizione che adotteranno gli altri Stati membri e l'Unione europea, nel suo complesso, rispetto a tali sviluppi.

La Brexit obbligherà gli Stati membri a ridefinire la propria posizione rispetto non solo al Regno Unito, ma anche tra loro stessi. Non bisogna sottovalutare, infatti, che tra queste giurisdizioni esiste una forte competizione nell'attrarre il mercato dei derivati OTC²¹⁸, che l'ISDA ha cercato e cerca di sfruttare a proprio vantaggio. Questa concorrenza, soprattutto normativa, è comprensibile, ma al contempo dovrebbe rispettare alcuni limiti derivanti dalla necessità di tutelare gli investitori e la stabilità del mercato finanziario²¹⁹. Pertanto, piuttosto che stimolare una concorrenza verso il basso, la vera competizione dovrebbe puntare al miglioramento della qualità dei servizi finanziari e della relativa regolamentazione.

²¹⁷ Per un approfondimento su queste due giurisdizioni, MESNOOH, *Law and Business in France: A Guide to French Commercial and Corporate Law*, Parigi, 1994; WHITE, *Commercial and Economic Law in Ireland*, Londra, 2011.

²¹⁸ Sul punto HOWARTH – QUAGLIA, *Brexit and the battle for financial services*, in *Journal of European Public Policy*, 2018, 1118-1136; un'analisi più generale in HERTIG, *Regulatory competition for EU financial services*, in *Journal of International Economic Law*, 2000, 349-375.

²¹⁹ A tal riguardo, EGAN, *EU Single Market(s) after Brexit*, in *Politics and Governance*, 2019, 19-29; EIDENMUELLER, *Collateral Damage: Brexit's Negative Effects on Regulatory Competition and Legal Innovation in Private Law*, in *Oxford Legal Studies Research Paper*, 2018.

Ciò è possibile, però, solo se c'è un approccio condiviso da parte dei governi nazionali ed un coordinamento dal punto di vista legislativo²²⁰. Infatti, in caso contrario, si creerebbe un'ulteriore frammentazione normativa che finirebbe per rafforzare la posizione dell'ISDA, consentendole di far leva su una competizione legislativa ancora più accentuata²²¹. Un esempio è fornito dall'accelerazione dei governi francese ed irlandese che, al fine di attrarre da Londra i principali operatori sul mercato dei derivati OTC, hanno cooperato con l'ISDA sin da subito dopo il Referendum per rimuovere gli ostacoli legislativi presenti nei propri ordinamenti²²².

Seppur sia possibile che nel breve termine questo atteggiamento possa condurre a risultati positivi in termini occupazionali e di crescita, nel lungo termine, invece, potrebbe rivelarsi deleterio per il mercato europeo. Infatti, ove mancasse una risposta comune, anche altri Stati membri potrebbero dover rivedere le proprie legislazioni e sottostare alle esigenze ed alle richieste dell'industria in quanto già soddisfatte altrove all'interno dell'Unione stessa. Ciò potrebbe avvenire anche a costo di sacrificare alcune garanzie essenziali per gli investitori²²³, ad esempio, autorizzando la stipula di contratti derivati OTC altamente rischiosi anche con clienti *retail*, i quali non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze necessarie per valutare il grado di rischio di queste operazioni.

Se, invece, i *policymakers* europei riuscissero ad implementare una legislazione fondata su principi comuni e condivisi, anche sotto l'eventuale direzione dell'Unione europea, l'ISDA avrebbe senz'altro meno forza nell'imporre le proprie condizioni. Di ciò ne beneficerebbero innanzitutto gli

²²⁰ In tal senso, SAPIR – SCHOENMAKER – VÉRON, *Making the best of Brexit for the EU27 financial system*, in *Policy Brief*, 2017, 1-8.

²²¹ Così, LAVERY – MCDANIEL – SCHMID, *Finance fragmented? Frankfurt and Paris as European financial centres after Brexit*, in *Journal of European Public Policy*, 2019, 1502-1520.

²²² Per un approfondimento, si consiglia CASSIS – WÓJCIK, *International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit*, Oxford, 2018.

²²³ Si veda DEMARY, *The European derivatives market after Brexit*, in *IW- Kurzbericht*, 2017.

investitori che, di conseguenza, nelle varie giurisdizioni potrebbero contare sulle medesime garanzie e tutele e, più in generale, tutto il mercato finanziario europeo.

Questa esigenza di convergenza legislativa in materia finanziaria dovrebbe essere ancora più sentita ora che il Regno Unito non è più uno Stato membro²²⁴. Tale evento, infatti, potrebbe indurre gli operatori finanziari ad un maggiore ricorso, nei propri contratti, del diritto e delle giurisdizioni dell'Unione europea²²⁵. In particolare, oltre al mancato raggiungimento di un accordo tra Unione europea e Regno Unito sulle questioni giurisdizionali, vi sono altre conseguenze, derivanti dalla Brexit, che potrebbero spingere l'industria ad applicare il diritto di uno degli Stati membri, in alternativa a quello inglese.

Innanzitutto, vanno considerate le restrizioni imposte alle società che forniscono servizi finanziari, con sede nel Regno Unito, per l'accesso al mercato interno dell'Unione europea. Dopo il cosiddetto periodo di transizione, il Regno Unito è diventato un "paese terzo", con la conseguente cessazione della sua partecipazione al mercato interno, e quindi la perdita dei diritti di accesso alle stesse condizioni di tutti gli altri operatori locali²²⁶. Le imprese del Regno Unito, pertanto, ove volessero avviare o proseguire la propria attività commerciale all'interno dell'Unione europea, dovrebbero stabilire una propria filiale, e non più semplici succursali, in uno degli Stati membri. Questa filiale sarebbe un'entità giuridica separata con la conseguenza che, una volta costituita, la libertà di stabilimento sancita ai sensi dell'articolo 49 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea le

²²⁴ Per approfondire questo aspetto, si consiglia ARMSTRONG, *Regulatory alignment and divergence after Brexit*, in *Journal of European Public Policy*, 2018, 1099-1117; GODWIN – RAMSAY – SAYES, *Assessing Financial Regulatory Coordination and Integration with Reference to OTC Derivatives Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017, 38-65.

²²⁵ Di tale avviso WYMEERSCH, *Post-Brexit: the factors increasing the pressure to refer matters to EU law*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2018, 135-137.

²²⁶ In questo senso ARMOUR, *Brexit and financial services*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2017, 54-69.

consentirebbe di offrire i propri servizi in tutti gli altri Stati membri sottostando, però, alla disciplina stabilita dal diritto locale ed europeo²²⁷.

Un altro fattore è costituito dai potenziali interventi delle autorità nazionali di vigilanza a riguardo²²⁸. In passato, queste ultime non hanno dimostrato particolare interesse per la scelta della giurisdizione di riferimento, che riguarda essenzialmente una questione di diritto privato, lasciata di per sé all'autonomia delle parti. Tuttavia, in futuro, considerando che le disposizioni contenute nei vari regolamenti dell'Unione non saranno più applicate nel Regno Unito, ciò potrebbe determinare notevoli problemi soprattutto se la regolamentazione europea è posta a tutela di interessi di rilevanza pubblica. Di conseguenza, le autorità di vigilanza potrebbero richiedere il riferimento alla legge di uno degli Stati membri in virtù di vari argomenti. Tra gli altri, ad esempio, la tutela degli investitori, la valutazione dei rischi connessi ad una specifica operazione o, infine, per determinare la rilevanza sistemica di certe attività.

Tutte queste esigenze potrebbero rappresentare ciò che porta i *policymakers* degli Stati membri a resistere alle pressioni dell'industria e a raggiungere, al contempo, una maggiore convergenza normativa in materia. Ciò permetterebbe, infatti, uno sviluppo legislativo notevole nel settore dei derivati OTC che garantirebbe la corretta esecuzione degli accordi stipulati, ma non minaccerebbe la stabilità del mercato e la protezione degli investitori. Solo attraverso un approccio comune e una legislazione armonizzata gli Stati

²²⁷ In particolare, l'art. 49, Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, stabilisce che *“Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro. La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali.”*

²²⁸ Sull'impatto della Brexit in materia di vigilanza del settore finanziario europeo, DE ARRIBA-SELLIER, *The Brexit Reform of European Financial Supervision: Lost in Transition?*, in *European Business Law Review*, 2019, 695-719.

membri potrebbero bilanciare il potere dell'ISDA che in questo modo non potrebbe avvantaggiarsi di un quadro giuridico incompleto e discontinuo per fare pressioni su di essi.

4. *Quali prospettive? Un modello regolamentare ibrido ed omogeneo tra Regno Unito ed Unione europea.*

Quanto descritto rivela, ancora una volta, come il funzionamento del mercato dei derivati OTC sia influenzato dalle complesse interazioni pubblico-privato che governano questo settore. Anche a seguito della Brexit, infatti, l'ISDA e i suoi membri hanno utilizzato il loro potere per fare pressioni sugli Stati membri affinché incorporassero norme a garanzia dell'esecutività dei due nuovi modelli di Master Agreement, condizionandone le agende di riforma.

Dal punto di vista regolamentare, perciò, l'importanza di tali interazioni è elevatissima. Va notato, infatti, che la *governance* di questo mercato è sostanzialmente multilivello: pubblica e privata, nazionale ed internazionale²²⁹. Questi diversi livelli sono altamente interconnessi tra loro e ciò avviene, innanzitutto, in virtù delle strategie con cui l'ISDA cerca di sfruttare a proprio vantaggio gli strumenti di legge tradizionali in aree dove l'autoregolamentazione è debole o dove, da sola, potrebbe avere effetti potenzialmente dannosi per lo sviluppo del mercato. Questo regime di regolamentazione transnazionale privata, di fatto, può funzionare nel modo richiesto dall'ISDA solo se le legislazioni nazionali non lo mettono in discussione e lo sostengono²³⁰.

Per tale ragione, la *governance* del mercato dei derivati OTC non può essere intesa come un processo né totalmente privato né esclusivamente

²²⁹ MORGAN (nt. 42), 32.

²³⁰ In tal senso, TSINGOU, *The Governance of OTC Derivatives Market*, in Mooslechner – Schuberth – Weber, *The Political Economy of Financial Market Regulation*, Cheltenham, 2006; HELLEINER, *Reining in the market: Global governance and the regulation of OTC derivatives*, in Claes – Knutsen, *Governing the Global Economy*, Londra, 2011.

pubblico. Al contrario, richiede un coinvolgimento sia dei *policymakers* nazionali che degli organismi internazionali come l'ISDA, che, oltre a strutturare un sistema di regole proprie, contribuiscono a rimodellare le singole giurisdizioni. Nonostante, infatti, i sistemi giuridici nazionali limitino in varia misura l'intervento di soggetti esterni al processo legislativo, gli operatori privati cercano di aggirare tali ostacoli sfruttando, a loro vantaggio, opinioni legali e clausole sulla legge applicabile o di giurisdizione per selezionare gli ordinamenti più *derivatives-friendly* ed esercitare, infine, pressioni sui legislatori.

Come detto, il mercato dei derivati OTC è frutto anche della combinazione e dell'interazione di una componente pubblica e privata che operano in un contesto di precario equilibrio tra loro. Entrambe presentano, infatti, punti di forza e di debolezza che sono da considerare se si vuole comprendere come, nel complesso, la loro interazione permette al mercato dei derivati OTC di funzionare in modo ordinato e legale e, al contempo, aperto all'innovazione e al cambiamento²³¹.

I punti di forza di un sistema di autoregolamentazione privata sono quelli tipici del libero mercato. L'opinione prevalente è che, in condizioni concorrenziali, tali sistemi assicurerebbero una maggiore aderenza alle esigenze del mercato e, dunque, una produzione di norme più efficienti²³². Allo stesso modo, la natura *market-based* rende tali regole probabilmente più innovative, flessibili e reattive alle mutevoli situazioni e circostanze che riguardano il mercato dei derivati OTC²³³.

²³¹ AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide*, in *European Business Organization Law Review*, 2010, 180-186.

²³² In tal senso, HADFIELD – TALLEY, *On Public versus Private Provision of Corporate Law*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, (2006), 414; SNYDER, *Private Lawmaking*, in *Ohio State Law Journal*, (2003), 437; MAHONEY, *The Exchange As Regulator*, in *Virginia Law Review*, (1997), 1543.

²³³ Così, JORDAN – HUGHES, *Which Way for Market Institutions: The Fundamental Question of Self-Regulation*, in *Berkeley Business Law Journal*, (2007), 205; BALDWIN – CAVE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, in *Oxford University Press*, (1999), 65; SNYDER (nt. 232), 422-424. Per una contro-argomentazione sul tema, POSNER,

Inoltre, generalmente, le organizzazioni private, come ad esempio l'ISDA, possiedono maggiori risorse economiche da investire nell'acquisizione di informazioni e competenze specifiche riguardanti il mercato di riferimento, al fine di comprenderne meglio i rischi e le dinamiche. Di conseguenza, sfruttando tali informazioni e competenze²³⁴, la regolamentazione privata generata da tali sistemi potrebbe essere considerata maggiormente riflessiva della complessità dei moderni mercati finanziari e, quindi, adeguata nel proporre soluzioni²³⁵.

Infine, per loro stessa natura, i sistemi di autoregolamentazione privata possiedono la capacità di trascendere i confini giurisdizionali²³⁶. Di conseguenza, questi sistemi sono sempre più diffusi in un contesto internazionale²³⁷, specialmente laddove si tratti di attività che, in virtù della loro natura transnazionale, sono al di fuori della portata normativa di ogni singolo Paese e manchi una collaborazione formale tra gli Stati interessati²³⁸.

Ciascuno di questi potenziali punti di forza trova conferma nel successo del regime implementato dall'ISDA nel favorire la crescita e lo sviluppo del mercato dei derivati OTC.

Ciononostante, anche i sistemi di autoregolamentazione privata, compreso quello predisposto dall'ISDA, presentano alcuni punti di debolezza derivanti da una molteplicità di fonti.

Law, Economics and Inefficient Norms, in *University of Pennsylvania Law Review*, (1996), 1697.

²³⁴ In questo modo, RICHMAN, *Firms, Courts, and Reputation Mechanisms: Towards a Positive Theory of Private Ordering*, in *Columbia Law Review*, (2004), 2328-2341.

²³⁵ SNYDER (nt. 232), 419-420.

²³⁶ Sul punto, SCHWARCZ, *Private Ordering*, in *Northwestern University Law Review*, (2002), 319-325; BLACK – ROUCH (nt. 29), 217.

²³⁷ Di questo avviso, CUTLER, *The Contours and Significance of Private Authority in International Affairs*, in *Private Authority and International Affairs*, (1999), 370. In tal senso, l'autore osserva che gli attori privati, come le organizzazioni, “*increasingly . . . establish institutions that ‘govern’ in the absence of or in coordination with governance arrangements involving states at the international level*”.

²³⁸ A tal riguardo, JAYAKAR, *Globalization and the Legitimacy of International Telecommunications Standard-Setting Organizations*, in *Ind. J. Global Leg. Stud.*, (1998), 711.

In primis, vi sono dei potenziali conflitti di interesse in capo a coloro che predispongono le regole, tali da comportare divergenze tra il benessere del gruppo ed il benessere sociale. L'ISDA, ad esempio, come associazione di categoria, tenderà a sviluppare regole che soddisfino principalmente le esigenze dei propri membri e del mercato. Difficilmente, in questa operazione, prenderà in considerazione gli interessi della società in senso lato²³⁹. Tali conflitti di interesse sono spesso aggravati da una relativa assenza di legittimità²⁴⁰. Infatti, a differenza degli Stati sovrani, che per definizione possiedono un'autorità legittima, o delle organizzazioni internazionali, che traggono la loro legittimità dal consenso degli Stati sovrani, tali sistemi di regolamentazione privata devono raggiungere la propria legittimità politica attraverso l'attuazione di meccanismi che ne incrementino la trasparenza, il monitoraggio, il *reporting* e l'*enforcement*²⁴¹. Questo *deficit* di legittimità diventa particolarmente problematico laddove la regolamentazione emanata da attori privati riguardi anche questioni di interesse pubblico come, ad esempio, la protezione degli investitori o la stabilità dei mercati finanziari.

Tuttavia, la necessità di monitorare l'applicazione delle regole stabilite richiede la predisposizione di strutture burocratiche apposite e ciò può comportare dei costi potenzialmente significativi. Questi costi includono non solo quelli diretti associati alla creazione ed al mantenimento di un'organizzazione *ad hoc* che sono, generalmente, sostenuti dagli stessi attori privati coinvolti, ma anche quelli indiretti. Questi ultimi possono manifestarsi sia nella conseguente perdita di innovatività, flessibilità e/o reattività ai

²³⁹ Si veda MACEY, *Public and Private Ordering and the Production of Legitimate and Illegitimate Legal Rules*, in *Cornell Law Review*, (1997), 1123-1124; MCCORMICK – TOLLISON, *Politicians, Legislation and the Economy: An Inquiry into the Interest-Group Theory of Government*, Londra, (1981); TOLLISON, *Public Choice and Legislation*, in *Virginia Law Review*, (1988), 339.

²⁴⁰ In questo senso, HADFIELD, *Privatizing Commercial Law*, in *Regulation*, (2001), 40.

²⁴¹ Sull'importanza di questi meccanismi, BERNSTEIN – CASHORE, *Can Non-State Global Governance Be Legitimate?*, in *Regulation and Governance*, (2007), 347.

cambiamenti del mercato, sia sotto forma di *bureaucratic failures*²⁴², individuabili nelle incongruenze tra le *policy*, le pratiche e le strutture interne implementate con la natura dei mandati e degli obiettivi. Ciò può condurre a carenze significative in termini di *enforcement*, specie nel caso in cui l'adesione è volontaria, come ad esempio per l'ISDA.

In sintesi, i sistemi di autoregolamentazione privata sono in grado di sfruttare le informazioni e le competenze a propria disposizione per generare una regolamentazione innovativa, flessibile e reattiva. Tuttavia, questi sistemi sono afflitti da conflitti di interesse intrinseci che potenzialmente frustrano la emanazione, il monitoraggio e l'applicazione di una regolamentazione socialmente ottimale²⁴³. Di conseguenza, è lecito domandarsi se la regolamentazione pubblica possa raggiungere esiti migliori e colmare le lacune di un sistema di regole autoimposte.

Senza dubbio, un punto di forza della legislazione statale deriva dai poteri coercitivi detenuti da ciascuno Stato. Questi poteri, infatti, conferiscono agli attori pubblici l'autorità di promulgare, monitorare e far rispettare la regolamentazione che ritengono necessaria per il perseguimento degli obiettivi prestabiliti. Inoltre, le modalità di regolamentazione pubblica e gli stessi attori pubblici godono di un significativo grado di legittimità poiché tale autorità è esercitata attraverso istituzioni elette democraticamente e che promulgano atti normativi attraverso un processo legislativo formalmente definito.

²⁴² Questi fallimenti burocratici possono derivare, tra l'altro, dalla propensione a: (1) gestire la complessità; (2) perdonare gli errori interni; (3) scambiarsi favori; e (4) trattare le procedure organizzative come fini a sé stesse. Per un approfondimento in materia, WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, in *The Free Press*, (1985), 148.

²⁴³ Per un approfondimento sui sistemi di regolamentazione transnazionale privata, si veda CAFAGGI, *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation: Legitimacy, Quality, Effectiveness and Enforcement*, in *EUI Department of Law Research Paper*, 2014; CAFAGGI – RENDA, *Measuring the Effectiveness of Transnational Private Regulation*, Buxelles, 2014; CAFAGGI, *The Architecture of Transnational Private Regulation*, in *EUI Department of Law Working Papers*, 2011.

Si può, quindi, ritenere che gli attori pubblici abbiano l'autorità, la competenza e la legittimità necessarie per imporre una regolamentazione. Anche in questo caso, però, non mancano dei punti di debolezza da considerare. Come per i sistemi privati, infatti, le debolezze e i potenziali costi della regolamentazione pubblica derivano prima di tutto dai conflitti di interesse²⁴⁴. Gli attori pubblici possono essere influenzati dagli interessi di un'ampia gamma di soggetti, tra cui politici, agenzie governative, imprese, associazioni di categoria, gruppi di interesse ed elettori, affinché adottino la regolamentazione più vicina al loro ristretto interesse personale²⁴⁵.

Come già osservato, inoltre, per regolamentare efficacemente il mercato dei derivati OTC vi è la necessità di raccogliere e selezionare una mole importante di informazioni in modo costante. Gli attori pubblici, però, non hanno né gli stessi incentivi economici degli attori privati ad investire nell'acquisizione di informazioni e competenze, né le risorse necessarie a tal fine. Di conseguenza, gli organi pubblici coinvolti nel processo legislativo, generalmente, partono da una posizione di significativo svantaggio rispetto agli organismi privati in termini di informazioni di mercato e competenze²⁴⁶.

Infine, gli attori pubblici sono soggetti a vincoli giurisdizionali intrinseci che limitano la portata della loro influenza. Sebbene tali vincoli non destino particolari problemi relativamente a molte aree oggetto di regolamentazione, la globalizzazione ha avuto profonde conseguenze sulla effettiva capacità degli attori pubblici di regolamentare i mercati finanziari efficacemente. In particolare, la relativa facilità con cui gli operatori, insieme ai capitali, sono in grado di spostarsi all'interno del sistema finanziario globale pone una seria sfida all'effettiva regolamentazione pubblica dei

²⁴⁴ LAFFONT – TIROLE, *The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 1089-1127.

²⁴⁵ In merito, DAL BÓ, *Regulatory Capture: A Review*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2006, 203-225.

²⁴⁶ In riferimento a tali svantaggi, BLACK, *Critical Reflections on Regulation*, in *Discussion Paper No. 4 The London School of Economics and Political Science Centre for Analysis of Risk and Regulation*, (2002), 3; BALDWIN – CAVE (nt. 233), 126.

mercati finanziari, compreso il mercato dei derivati OTC. Il frammentato quadro giuridico globale finisce così per generare notevoli opportunità di arbitraggio normativo che, di conseguenza, riducono il benessere sociale e rappresentano un ostacolo importante ad un effettivo monitoraggio ed *enforcement* pubblico.

Di conseguenza, non vi è alcuna garanzia che gli attori pubblici siano in grado di prevenire o correggere i fallimenti del mercato. Apparentemente, quindi, si tratterebbe di due modalità di regolamentazione non ottimali.

Abbandonando, tuttavia, la rigida distinzione pubblico-privato, diventa possibile pensare a una diversa modalità in cui gli attori pubblici e privati sono in grado di impiegare le rispettive forze e condividere la responsabilità rispetto a ciascun elemento costitutivo della regolamentazione, dalla emanazione, al monitoraggio, all'applicazione²⁴⁷.

Per queste ragioni, una soluzione ai problemi descritti e originati dalla Brexit potrebbe essere la creazione un modello regolamentare ibrido ed omogeneo tra Regno Unito ed Unione europea, che riconosca il ruolo e la competenza dell'ISDA, pur garantendo il costante rispetto dell'interesse pubblico alla tutela degli investitori ed alla stabilità del mercato dei derivati OTC. Le capacità sia pubbliche che private dovrebbero sostenere una regolamentazione socialmente ottimale del mercato dei derivati OTC, di modo da evitare che la Brexit diventi occasione di una maggiore frammentazione normativa tra giurisdizioni, finendo per favorire i menzionati fenomeni di arbitraggio regolamentare.

Va ribadito che tali fenomeni possono esistere solo nella misura in cui vi sia una differenza sostanziale tra il livello di regolamentazione negli Stati membri e nel Regno Unito nonché, all'interno dell'Unione europea, tra gli

²⁴⁷ In tal senso SCHWARCZ (nt. 236), 324; CAFAGGI, *New foundations of transnational private regulation*, in *Pisa University Press*, 2013, 77-143; VERBRUGGEN, *Gorillas in the closet? Public and private actors in the enforcement of transnational private regulation*, in *Regulation & Governance*, 2013, 512-532.

stessi Stati membri. È possibile, infatti, che in questo contesto di pressione competitiva ciascuna giurisdizione sia interessata a promuovere normative che possano attirare gli operatori del mercato dei derivati OTC. Ciò aumenterebbe non solo le opportunità per l'industria di realizzare un arbitraggio regolamentare, ma, nel lungo periodo, anche una competizione al ribasso tra queste giurisdizioni. Pertanto, dovrebbe essere incoraggiata e sostenuta una convergenza normativa da parte delle giurisdizioni considerate impedendo così che l'industria possa approfittare della Brexit per esercitare un'influenza sproporzionata sul processo decisionale²⁴⁸.

L'European Securities and Markets Authority (d'ora in poi 'ESMA') ha espresso, sin da dopo il Referendum, la propria intenzione di voler impedire una competizione normativa verso il basso tra le diverse giurisdizioni²⁴⁹. A tal proposito, infatti, considerando l'accelerazione di alcuni Stati membri come Irlanda e Francia, l'ESMA ha pubblicato appositi *standard* ed opinioni per affrontare i rischi di arbitraggio regolamentare e di vigilanza derivanti dalla crescente richiesta, da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, di trasferire la propria sede all'interno dell'Unione europea.

Inoltre, l'ESMA ha ripetutamente contestato gli Stati membri che hanno offerto incentivi normativi per attirare le istituzioni finanziarie nella propria giurisdizione. Come ha sottolineato Stephen Maijor, presidente dell'ESMA, *“Trying to find the best location in the EU27 is understandable, but it should not be done on the basis of competition on regulatory standards, So, we have agreed on common principles to ensure it is done in an*

²⁴⁸ A tal proposito, AWREY (nt. 231), 155-189; BAKER, *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*, in *Notre Dame Law Review*, (2010), 1287, 1371-1374; JOHNSON, *Things Fall Apart: Regulating the Credit Default Swap Commons*, in *University of Colorado Law Review*, (2011), 167.

²⁴⁹ In tal senso, MEAGER, *Esma tackles post-Brexit regulatory arbitrage*, in *International Financial Law Review*, 2017; GROSSUELE, *Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period*, in *European Business Organization Law Review*, 2020, 393-414.

*appropriate way*²⁵⁰. Gli standard emanati dall'ESMA, infatti, hanno l'obiettivo di creare un sistema attraverso il quale le autorità nazionali competenti potranno coordinare la loro risposta alle conseguenze della Brexit sul mercato dei derivati OTC e, più in generale, su tutti i mercati finanziari dell'Unione europea. In tale prospettiva, in una dichiarazione del 1° ottobre 2020, l'ESMA ha chiarito qual è l'approccio da adottare rispetto all'applicazione delle direttive MiFID II e MiFIR a seguito della Brexit, stabilendo, ad esempio, che dal 1° gennaio 2021, le sedi di negoziazione situate nel Regno Unito, non sono più considerate tali nell'Unione europea. Di conseguenza, le operazioni concluse in tali sedi sono considerate operazioni OTC e soggette ai requisiti di trasparenza post-negoziazione di cui agli articoli 20 e 21 della direttiva MiFIR²⁵¹.

Nelle proprie opinioni, invece, l'ESMA ha riaffermato importanti principi normativi volti a favorire la coerenza in materia di autorizzazioni, vigilanza ed *enforcement*, senza mettere in alcun modo in discussione un principio cardine dell'Unione europea, cioè la libertà di stabilimento. I centri finanziari all'interno dell'Unione europea, tuttavia, dovrebbero competere in base ai vantaggi che possono offrire alle imprese in termini di velocità ed efficienza e non predisponendo legislazioni più flessibili. A tal proposito, in un'opinione del 31 maggio 2017, l'ESMA indica una serie di principi generali da rispettare ai fini di una maggiore convergenza tra i vari Stati membri dopo l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea. Ad esempio, si dispone che non ci sarà più un automatico riconoscimento delle autorizzazioni accordate dalle autorità inglesi e che i processi di autorizzazione da parte delle autorità di vigilanza degli Stati membri dovranno essere rigorosi ed effettivi²⁵².

²⁵⁰ A riguardo, MAIJOOR, *Brexit – the regulatory challenges*, in *European Financial Forum di Dublino*, 2019. Per un maggiore approfondimento, si consulti www.esma.com.

²⁵¹ EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *Impact of Brexit on the application of MiFID II/MiFIR*, 2020, in www.esma.com.

²⁵² EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 2017, in www.esma.com.

In conclusione, la Brexit ha aumentato la necessità di un'effettiva convergenza in materia di regolamentazione e di vigilanza finanziaria a livello europeo. L'attività del mercato dei derivati OTC, prima concentrata a Londra, si sta trasferendo in una serie di *hub* finanziari presenti in tutta l'Unione europea²⁵³, determinando così l'esigenza di un maggiore coinvolgimento e coordinamento di tutte le Autorità nazionali competenti.

Pertanto, dal punto di vista dell'Unione europea, la Brexit dovrebbe costituire un ulteriore impulso al completamento dell'Unione dei mercati dei capitali (CMU)²⁵⁴. Una regolamentazione efficace, infatti, è una condizione necessaria per un mercato dei capitali di successo ed integrato. Inoltre, è probabile che nei prossimi mesi ci saranno ulteriori discussioni per favorire una maggiore convergenza per quanto riguarda la vigilanza dei mercati finanziari europei. A tal proposito, l'ESMA e le Autorità nazionali competenti dei 27 Stati membri hanno istituito un forum dedicato in cui vengono promossi approcci comuni sui problemi di convergenza che emergono di volta in volta.

²⁵³ In questo modo, VAN KERCKHOVEN, *Post-Brexit Leadership in European Finance*, in *Politics and Governance*, 2021, 59-68.

²⁵⁴ A tal proposito, BUSCH – AVGOULEAS – FERRARINI, *Capital Markets Union after Brexit*, Oxford, 2018; HENRIQUES, *The Role of the Capital Markets Union: Towards Regulatory Harmonisation and Supervisory Convergence*, in *Perspectives on Federalism*, 2017, 103-124.

BIBLIOGRAFIA

AHMED, *Brexit and English Jurisdiction Agreements: The Post-Referendum Legal Landscape*, in *European Business Law Review*, 2016.

AHMED, *The Legal Regulation and Enforcement of Asymmetric Jurisdiction Agreements in the European Union*, in *European Business Law Review*, 2017.

ALBIGES, *De l'équité en droit privé*, Montpellier, 1997.

ANDREWS, *The Three Paths of Justice: Court Proceedings, Arbitration, and Mediation in England*, Londra, 2011.

ARAÚJO – LEAO, *OTC derivatives: Impacts of regulatory changes in the non-financial sector*, in *Journal of Financial Stability*, 2016.

ARIAS-BARRERA, *Introductory Aspects on Financial Derivatives Market: ISDA Master Agreement Dealing with Legal Risk*, in *Revista E-Mercatoria*, 2012.

ARIAS-BARRERA, *The Traditional Role of ISDA 'Co-Regulating' OTC Derivatives Contracts*, in *Warwick School of Law Research Paper*, 2014.

ARMOUR, *Brexit and financial services*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2017.

ARMSTRONG, *Regulatory alignment and divergence after Brexit*, in *Journal of European Public Policy*, 2018.

ARNORSSON – ZOEGA, *On the causes of Brexit*, in *European Journal of Political Economy*, 2018.

ATTINGER, *Crisis Management and Bank Resolution: Quo Vadis, Europe?*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series*, (2011), in www.ecb.europa.eu.

AUBRECHT – KOVAC, *Brexit and the Boilerplate Clauses in Commercial Contracts*, in *Business Law Review*, (2019).

AWREY, *The Dynamics of OTC Derivatives Regulation: Bridging the Public-Private Divide*, in *European Business Organization Law Review*, 2010.

AWREY, *The FSA, Integrated Regulation and the Curious Case of OTC Derivatives*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, (2010).

BAKER, *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*, in *Notre Dame Law Review*, (2010).

BALDWIN – CAVE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, in *Oxford University Press*, (1999).

BEAUMONT – JOHNSTON, *Can Exequatur be Abolished in Brussels I Whilst Retaining a Public Policy Defence?*, in *Journal of Private International Law*, 2010.

BENOIT, *Brexit: les contrats de dérivés pourraient être régis par le droit français*, 2018, in www.lesechos.fr.

BENOIT, *Dérivés: la France adapte son droit aux contrats internationaux*, 2018, in www.lesechos.fr.

BERNARD, *An Overview of Derivatives as Risk Management Tools*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1995.

BERNSTEIN – CASHORE, *Can Non-State Global Governance Be Legitimate?*, in *Regulation and Governance*, (2007).

BIGGINS – SCOTT, *ISDA, the State and OTC Derivatives Market Reform*, in *European Business Organization Law Review*, 2012.

BIGGINS, *Targeted Touchdown’ and ‘Partial Liftoff’: Post-Crisis Dispute Resolution in the OTC Derivatives Markets and the Challenge for ISDA*, in *German Law Journal*, 2012.

BIRKINSHAW, *Brexit and the Trade and Cooperation Agreement: Endgame or Prolegomenon?*, in *European Public Law*, 2021.

BLACK – ROUCH, *The Development of the Global Market as Rule-Makers: Engagement and Legitimacy*, in *Law and Financial Markets Review*, (2008).

BLACK, *Critical Reflections on Regulation*, in *Discussion Paper No. 4 The London School of Economics and Political Science Centre for Analysis of Risk and Regulation*, (2002).

BLACK, *Enrolling Actors in Regulatory Processes: Examples from UK Financial Services Regulation*, in *Public Law*, (2003).

BONOMI, *Overriding Mandatory Provisions in the Rome I Regulation on the Law Applicable to Contracts*, in *Yearbook of Private International Law*, 2009.

BONOMI, *The Rome I Regulation on the law applicable to contractual obligations*, in *Yearbook of Private International Law*, (2008).

BRAND, *The Lugano Case in the European Court of Justice: Evolving European Union Competence in Private International Law International Issues in National Courts: Recent Developments in Private Litigation*, in *ILSA Journal of International & Comparative Law*, 2005.

BRUNSDEN – KHAN – BEIOLEY – PARKER, *Britain risks losing access to valuable European legal pact*, 2020, in *www.ft.com*.

BUESA, *The EU-UK Trade and Cooperation Agreement (TCA)*, in *Banco de Espana Article*, 2021.

BUSCH – AVGOULEAS – FERRARINI, *Capital Markets Union after Brexit*, Oxford, 2018.

BUTHE – MATTLI, *The New Global Rulers: The Privatization of Regulation in the World Economy*, in *Princeton University Press*, 2011.

CAFAGGI – RENDA, *Measuring the Effectiveness of Transnational Private Regulation*, Buxelles, 2014.

CAFAGGI, *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation: Legitimacy, Quality, Effectiveness and Enforcement*, in *EUI Department of Law Research Paper*, 2014.

CAFAGGI, *New foundations of transnational private regulation*, in *Pisa University Press*, 2013.

CAFAGGI, *The Architecture of Transnational Private Regulation*, in *EUI Department of Law Working Papers*, 2011.

CAILLEMER DU FERRAGE – HU, *AFG Supports New ISDA French Law Documentation*, 2019, in www.jonesday.com.

CAILLEMER DU FERRAGE – HU, *ISDA Publishes Additions to French Law Master Agreement for Derivatives*, 2019, in www.jonesday.com.

CARBALLO PIÑEIRO, *Brexit and International Insolvency Beyond the Realm of Mutual Trust*, in *Int. Insolv. Rev.*, 2017.

CARROLL – WELLS, *ISDA hedges its bets over Brexit*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019.

CASSIS – WÓJCIK, *International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit*, Oxford, 2018.

CERCHIA, *Interest Rate Swaps' Contract and Excessive Onerousness: An Italian Viewpoint*, in *Eur. Rev. Private L.*, (2015).

CHALMERS – YOUNG, *Network effects in the formation of the financial industry's regulatory preferences in the European Union*, in *Business and Politics*, (2020).

CHANG, *Brexit and its economic consequences*, in *World Econ.*, 2018.

CHOI – GULATI, *Contract as Statute*, in *Michigan Law Review*, (2006).

CLARKE – GOODWIN – WHITELEY, *Brexit*, Cambridge, 2017.

COLEBROOKE, *A Treatise on the Law of Collateral Securities: As Applied to Negotiable, Quasi-negotiable, and Non-negotiable Choices in Action*, in Riles, *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, in *Chicago University Press*, (2011).

COMMISSIONE EUROPEA, *Notice to stakeholders withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of Civil Justice and Private International Law*, 2020, in www.ec.europa.eu.

CORDEIRO, *Brexit as an Exceptional Change of Circumstance?*, in *After Brexit*, 2017.

COUR D'APPEL DE PARIS - AVOCATS BARREAU DE PARIS, *Protocol relating to procedural rules applicable to the International Chamber of the Paris Commercial Court*, 2018, in www.cours-appel.justice.fr.

COUR D'APPEL DE PARIS - AVOCATS BARREAU DE PARIS, *Protocol relating to procedural rules applicable to the International Chamber of the Court of Appeal of Paris*, 2018, in www.cours-appel.justice.fr.

CULLEN, *Deregulation and the Power of Private Surveillance in Markets*, in *Poznan University of Economics Review*, (2009).

CUTLER, *The Contours and Significance of Private Authority in International Affairs*, in *Private Authority and International Affairs*, (1999).

DAL BÓ, *Regulatory Capture: A Review*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2006.

DAVIS, *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford, (1992).

DAWSON, *Parol Evidence, Misrepresentation and Collateral Contracts*, in *McGill Law Journal*, 1982.

DAY, *Isn't Brexit Frustrating?*, in *The Cambridge Law Journal*, 2019.

DE ARRIBA-SELLIER, *The Brexit Reform of European Financial Supervision: Lost in Transition?*, in *European Business Law Review*, 2019.

DEMARY, *The European derivatives market after Brexit*, in *IW- Kurzbericht*, 2017.

DICKINSON, *Background and Introduction to the Regulation*, in Dickinson – Lein, *The Brussels I (Recast) Regulation*, Oxford, (2015).

DODD, *The Structure of OTC Derivatives Markets*, in *The Financier*, 2002.

DOWNE, *The choice of French law for the new ISDA Master Agreement: Part 2*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2020.

DOWNE, *The choice of French Law for the new ISDA Master Agreement: Part 1*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2019.

DRAHOZAL – WARE, *Why Do Businesses Use (or Not Use) Arbitration Clauses*, in *Ohio State Journal on Dispute Resolution*, 2010.

DUFFIE, *The Failure Mechanics of Dealer Banks*, in *Journal of Economic Perspectives*, (2010).

EDWARDS – MORRISON, *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?*, in *Yale Journal on Regulation*, (2005).

EGAN, *EU Single Market(s) after Brexit*, in *Politics and Governance*, 2019.

EIDENMUELLER, *Collateral Damage: Brexit's Negative Effects on Regulatory Competition and Legal Innovation in Private Law*, in *Oxford Legal Studies Research Paper*, 2018.

ESPAR – CASTELL, *Choice of law and jurisdiction in banking and finance contracts after Brexit: a perspective from Europe*, in *Law and Financial Markets Review*, 2020.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 2017, in www.esma.com.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), *Impact of Brexit on the application of MiFID II/MiFIR*, 2020, in www.esma.com.

FIDEL, *Commercial Contracts Post-Brexit*, in *Business Law Today*, 2016.

FLANAGAN, *The Rise of a Trade Association: Group Interactions within the International Swaps and Derivatives Association*, in *Harv. Neg. L. Rev.*, (2001).

FRANZEN, *Design of Master Agreements for OTC Derivatives*, Monaco, 2001.

FRANZINA, *Litispendenza e connessione tra Stati membri e Stati terzi nel regolamento Bruxelles I bis*, in *Rivista del Commercio internazionale*, 2014.

GAUTIER – STORMANN, *Lugano Convention on Jurisdiction and on the Enforcement of Judgements*, in *International Business Lawyer*, 1991.

GELPERN, *Commentary: Public Promises and Organizational Agendas*, in *Arizona Law Review*, (2009).

GODWIN – RAMSAY – SAYES, *Assessing Financial Regulatory Coordination and Integration with Reference to OTC Derivatives Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017.

GOLDEN, *Setting Standards in the Evolution of Swap Documentation*, in *Int'l. Fin'l. L. Rev.*, (1994).

GROSSUELE, *Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period*, in *European Business Organization Law Review*, 2020.

GUYNN – TAHYAR, *The Importance of Choice of Law and finality to PvP, Netting and Collateral Arrangements*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 1996.

GUZZI, *La proroga di giurisdizione per volontà delle parti nel Regolamento (Ue) n. 1215/2012: nuove prospettive*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2018.

HADFIELD – TALLEY, *On Public versus Private Provision of Corporate Law*, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, (2006).

HADFIELD, *Privatizing Commercial Law*, in *Regulation*, (2001).

HARDING, *Mastering the ISDA Master Agreements 1992 and 2002: A Practical Guide for Negotiation*, Londra, 2010.

HARTLEY, *Choice-of-court agreements under the European and international instruments: the revised Brussels I Regulation, the Lugano Convention and the Hague Convention*, Oxford, (2013).

HELLEINER – PAGLIARI, *The End of Self-Regulation? Hedge Funds and Derivatives in Global Financial Governance*, in *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Londra, 2009.

HELLEINER, *Reining in the market: Global governance and the regulation of OTC derivatives*, in Claes – Knutsen, *Governing the Global Economy*, Londra, 2011.

HENRIQUES, *The Role of the Capital Markets Union: Towards Regulatory Harmonisation and Supervisory Convergence*, in *Perspectives on Federalism*, 2017.

HERTIG, *Regulatory competition for EU financial services*, in *Journal of International Economic Law*, 2000.

HESS, *The Unsuitability of the Lugano Convention (2007) to Serve as a Bridge Between the UK and the EU After Brexit*, in *Max Planck Institute Luxembourg for Procedural Law Research Paper Series*, 2018.

HODGSON, *The Birth of the Swap*, in *Financial Analysts Journal*, (2009).

HORN, *The Development of Arbitration in International Financial Transactions*, in *Arbitration International*, 2000.

HOWARTH – QUAGLIA, *Brexit and the battle for financial services*, in *Journal of European Public Policy*, 2018.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Amendments to ISDA Documentation*, 2019, in www.isda.org.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit Advice – Summary of Preliminary Analysis of Lifecycle and Other Events*, 2018, in www.isda.org.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Brexit FAQs-Version 8*, 2020, in www.isda.org.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *ISDA Publishes French and Irish Law Master Agreements*, 2018, in www.isda.org.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Novation Protocol*, 2006, in www.isda.org.

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Protocols, How to Adhere*, 2014, in www.isda.org.

JACKSON, *Brexit financial contract restructuring could take up to a year*, in *International Financial Law Review*, 2018.

JAYAKAR, *Globalization and the Legitimacy of International Telecommunications Standard-Setting Organizations*, in *Ind. J. Global Leg. Stud.*, (1998).

JOHNSON, *A Guide to Using and Negotiating OTC Derivatives Documentation*, New York, 2005.

JOHNSON, *Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implications of US Global OTC Derivative Regulation*, in *Nevada Law Journal*, 2013.

JOHNSON, *Things Fall Apart: Regulating the Credit Default Swap Commons*, in *University of Colorado Law Review*, (2011).

JONES – JAMES, *Brexit and Contracts: What to Do When the Unknown Is Unknown*, in *Litigation*, 2016.

JORDAN – HUGHES, *Which Way for Market Institutions: The Fundamental Question of Self-Regulation*, in *Berkeley Business Law Journal*, (2007).

JORION – ZHANG, *Credit Contagion from Counterparty Risk*, in *Journal of Finance*, (2009).

JUHÁSZ, *Brexit as a Frustrating Event? – Reflections by the Doctrine of Frustration of Contract in English Law*, in *European Integration Studies*, 2019.

KAHAN – KLAUSNER, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or “The Economics of Boilerplate”)*, in *Virginia Law Review*, (1997).

KAIN, *The Implication of Contractual Terms in the New Millennium*, in *Canadian Business Law Journal*, 2011.

KAUFMAN – SCOTT, *What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?*, in *Indep. Rev.*, (2003).

KENNY – HENNIGAN, *Choice-of-court agreements, the Italian Torpedo, and the Recast of the Brussels I Regulation*, in *International and Comparative Law Quarterly*, (2015).

KEYES – MARSHALL, *Jurisdiction agreements: exclusive, optional and asymmetrical*, in *Journal of Private International Law*, (2015).

KINDLER, *Währungsumstellung, Vertragskontinuität und Vertragsgestaltung – Denkanstöße zu den Auswirkungen eines Ausscheidens einzelner EU-Mitgliedstaaten aus dem Euro*, in *Neue Juristische Wochenschrift*, (2012).

KLASS, *Parol Evidence Rules and the Mechanics of Choice*, in *Theoretical Inq. L.*, 2019.

KNIGHT, *Anti-suit Injunctions and Non-Exclusive Jurisdiction Clauses*, in *The Cambridge Law Journal*, (2010).

KNIGHT, *Owusu and Turner: the shark in the water?*, in *The Cambridge Law Journal*, 2007.

KRAMER, *Abolition of Exequatur Under the Brussels I Regulation: Effecting and Protecting Rights in the European Judicial Area*, in *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, 2011.

KRAMER, *Implication in Fact as an Instance of Contractual Interpretation*, in *The Cambridge Law Journal*, 2004.

LAFFONT – TIROLE, *The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991.

LANNOO, *EU Financial Market Access After Brexit*, in *Intereconomics*, 2016.

LAVERY – MCDANIEL – SCHMID, *Finance fragmented? Frankfurt and Paris as European financial centres after Brexit*, in *Journal of European Public Policy*, 2019.

LEHMANN - D'SOUZA, *What Brexit means for the interpretation and drafting of financial contracts*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2017.

LIN, *Compliance, Technology, and Modern Finance*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, (2016).

LYNCH, *Gambling By Another Name? The Challenge of Purely Speculative Derivatives* in *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, (2012).

MACEY, *Public and Private Ordering and the Production of Legitimate and Illegitimate Legal Rules*, in *Cornell Law Review*, (1997).

MAHONEY, *The Exchange As Regulator*, in *Virginia Law Review*, (1997).

MAIJOOR, *Brexit – the regulatory challenges*, in *European Financial Forum di Dublino*, 2019, in www.esma.com.

MALATESTA, *La riforma del regolamento Bruxelles I*, Milano, 2016.

MANFROI, *Le operazioni in derivati OTC e le situazioni di insolvenza*, 2012, in www.dirittobancario.it.

MANKOWSKI, *Just how free is a free choice of law in contract in the EU?*, in *Journal of Private International Law*, 2017.

MARKHAM, *Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom and Japan*, in *Brooklyn Journal of International Law*, (2003).

MARSHALL, *The 2005 Hague Convention: A Panacea for Non-Exclusive and Asymmetric Jurisdiction Agreements Too?*, in Bath – Dickinson - Douglas Keyes, *Commercial Issues in Private International Law: A Common Law Perspective*, Oxford, 2019.

MASON, *The Impact of Equitable Doctrine on the Law of Contract*, in *Anglo-American Law Review*, (1998).

MATTI – ZHOU, *The political economy of Brexit: explaining the vote*, in *Applied Economics Letters*, 2017.

MCCLINTOCK, *International Financial Instability and the Financial Derivatives Market*, in *Journal of Economic Issues*, 1996.

MCCORMICK – TOLLISON, *Politicians, Legislation and the Economy: An Inquiry into the Interest-Group Theory of Government*, Londra, (1981).

MCKEEN EDWARDS – PORTER, *Transnational Financial Associations and the Governance of Global Finance*, New York, 2013.

MCKENDRICK, *Contract Law*, Londra, 2015.

MCKENDRICK, *Force Majeure and Frustration of Contract*, Londra, 1995.

MCNAMARA – METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy F: Introduction to the ISDA Master Agreement*, in *The Journal of Financial Crises*, (2019), in www.elischolar.library.yale.edu.

MEAGER, *Esma tackles post-Brexit regulatory arbitrage*, in *International Financial Law Review*, 2017.

MENGLE, *Concentration of OTC Derivatives Among Major Dealer*, in *ISDA: Research Notes No. 4*, 2010.

MENGLE, *The Importance of Close-Out Netting*, (2010), in www.isda.org.

MERRETT, *Interpreting non-exclusive jurisdiction agreements*, in *Journal of Private International Law*, (2018).

MERRETT, *The Future Enforcement of Asymmetric Jurisdiction Agreements*, in *International & Comparative Law Quarterly*, 2018.

MESNOOH, *Law and Business in France: A Guide to French Commercial and Corporate Law*, Parigi, 1994.

WHITE, *Commercial and Economic Law in Ireland*, Londra, 2011.

MICHAELS, *The New European Choice-of-Law Revolution*, in *Tulane Law Review*, 2007.

MICHAELS, *The Re-Statement of Non-State Law: The State, Choice of Law and the Challenge of Global Legal Pluralism*, in *Wayne Law Review*, (2005).

MINISTRY OF JUSTICE, *Cross-border civil and commercial legal cases: guidance for legal professionals*, 2020, in www.gov.uk.

MOLONEY, *Financial Services under the Trade and Cooperation Agreement: Reflections on Unfinished Business for the EU and UK*, in *Brexit Institute Working Paper Series*, 2021.

MORGAN, *Constructing Financial Markets: Reforming Over-the-Counter Derivatives Markets in the Aftermath of the Financial Crisis*, in Grant – Wilson, *The Consequences of the Global Financial Crisis*, Oxford, 2010.

MORGAN, *Market Formation and Governance in International Financial Markets: The Case of OTC Derivatives*, in *Human Relations*, (2008).

MORGAN, *Reforming OTC Markets: The Politics and Economics of Technical Fixes*, in *European Business Organization Law Review*, (2012).

MURRAY, *Lomas v Firth Rixson: 'As you were!'*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013.

NEWMAN – BACH, *The European Union as hardening agent: soft law and the diffusion of global financial regulation*, in *Journal of European Public Policy*, 2014.

NEWMAN – POSNER, *Structuring transnational interests: the second-order effects of soft law in the politics of global finance*, in *Review of International Political Economy*, 2016.

NOVIKOFF, *Special Bankruptcy Code Protections for Derivative and Other Financial Market Transactions*, New York, (2002).

O'SULLIVAN, *Brexit and choice of law in the law of obligations*, in *Australian International Law Journal*, 2018.

PAECH, *Close-Out Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2015.

PAECH, *The Need for an International Instrument on the Enforceability of Close-Out Netting in General and in the Context of Bank Resolution, Preliminary Draft Report*, in *Unidroit Study Group on Principles and Rules on the Netting of Financial Instruments*, (2011).

PARTNOY, *Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage*, in *Journal of Corporation Law*, 1997.

PARTNOY, *ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?*, in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002.

PARTNOY, *Second-Order Benefits from Standards*, in *Bost. Coll. L. Rev.*, (2007).

PAULSSON, *The 1958 New York Convention in Action*, New York, 2016.

WOLFF, *New York Convention: Convention on the Recognition and Enforcement of Foreign Arbitral Awards of 10 June 1958*, Monaco, 2019.

PENN, *Bridging the Gap Between the Private and Public Regulation of OTC Derivatives Markets: Analysis of the Performance of the 'Flawed Asset' and Close-out Netting Provisions in the ISDA Master Agreement During the Global Financial Crisis and the Subsequent Regulatory Reforms relating to Central Clearing and Initial and Variation Collateral Margining*, in *Victoria University of Wellington Research Papers*, 2018.

PETTIFOR, *Brexit and its Consequences*, in *Globalizations*, 2017.

PICCIOTTO, *Networks in International Economic Integration: Fragmented States and the Dilemmas of Neo-Liberalism*, in *Northwestern Journal of International Law and Business*, (1996-1997).

POCAR, *The External Competence of the European Union and Private International Law, The EC Court's opinion on the Lugano Convention*, Padova, 2007.

POCAR, *The New Lugano Convention on Jurisdiction and the Recognition and Enforcement of Judgements in Civil and Commercial Matters*, Berlino, 2009.

POSNER – ROSENFELD, *Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis*, in *The Journal of Legal Studies*, 1977.

POSNER, *Law, Economics and Inefficient Norms*, in *University of Pennsylvania Law Review*, (1996).

PYKHTIN – ZHU, *Measuring Counterparty Credit Risk for Trading Products under Basel II*, (2006), in *www.ssrn.com*.

QUINN, *The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008*, in *New York University Journal of Law & Business*, (2009).

RAUTERBERG – VERSTEIN, *Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform*, in *Virginia Journal of International Law*, 2013.

Regolamento CE n. 593/2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I).

Regolamento CE n. 864/2007 sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontrattuali (Roma II).

Regolamento UE n. 1215/2012 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale (Bruxelles I bis).

RIAZ, *UK's Post-Brexit Economic Prospects in View of its Trade and Cooperation Agreement (TCA) with the EU*, in *Journal of European Studies*, 2021.

RICHMAN, *Firms, Courts, and Reputation Mechanisms: Towards a Positive Theory of Private Ordering*, in *Columbia Law Review*, (2004).

RILES, *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, in *Chicago University Press*, (2011).

RILES, *Managing Regulatory Arbitrage: A Conflict of Laws*, in *Cornell International Law Journal*, 2013.

RODRIGO, *The Restriction of the Power of the Courts to Stay Proceedings in Favour of More Appropriate International Courts: The Decision in Owusu v Jackson*, in *Southampton Student L. Rev.*, 2012.

ROGERS, *Things Fall Apart: Brexit and Choice of Law and Jurisdiction Clauses*, in *The Journal for International Trade and Transport Law*, 2016.

RÜHL, *Judicial Cooperation in Civil and Commercial Matters after Brexit, Which Way Forward*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2018.

RUHL, *Private International Law post-Brexit: Between Plague and Cholera*, in *Revue de Droit Commercial Belge*, 2020.

SALIFU, *The Role of over-the-counter (OTC) derivatives in Global Financial Crisis and Corporate Failures in recent times and its regulatory impacts*, in *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 2018.

SAPIR – SCHOENMAKER – VÉRON, *Making the best of Brexit for the EU27 financial system*, in *Policy Brief*, 2017.

SCHMEDLEN, *Broker-Dealer Sales Practice in Derivatives Transactions: A Survey and Evaluation of Suitability Requirements*, in *Washington and Lee Law Review*, (1995).

SCHULZ, *The Hague Convention of 30 June 2005 on Choice of Court Agreements*, in *Journal of Private International Law*, 2006.

SCHWARCZ, *Private Ordering*, in *Northwestern University Law Review*, (2002).

SCHWENZER, *Force Majeure and Hardship in International Sales Contracts*, in *Victoria University of Wellington Law Review*, 2008.

SCOTT – KRAUS, *Contract Law and Theory*, New York, (2013).

SCOTT, *Analysing Regulatory Space: Fragmented Resources and Institutional Design*, in *Public Law*, (2001).

SEBIRE – LARROQUE, *Adaptation du Droit français pour les besoins de la nouvelle Convention-Cadre ISDA*, 2019, in www.cms.law.

SÉBIRE, *What is the purpose of a French law ISDA master agreement?*, 2018, in www.cms-lawnow.com.

SNYDER, *Private Lawmaking*, in *Ohio State Law Journal*, (2003).

SQUILLANTE, *Force Majeure*, in *Commercial Law Journal*, 1975.

SRINIVASAN – H. KIM, *Payments Netting in International Cash Management: A Network Optimization Approach*, in *Journal of International Business Studies*, 1986.

STAUGHTON, *How do Courts Interpret Commercial Contracts*, in *The Cambridge Law Journal*, 1999.

STEPAN – ABBOTT – BLACK – EBERLEIN – MEIDINGER, *The interactive dynamics of transnational business governance: A challenge for transnational legal theory*, in *Transnational Legal Theory*, (2015).

STOUT, *How Deregulating Derivatives Led to Disaster, and Why Re-regulating Them Can Prevent Another*, in *Lombard Street*, (2009).

STOUT, *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*, in *Regulation*, 2009.

STOUT, *Risk, Speculation, and OTC Derivatives: An Inaugural Essay for Convivium*, in *Accounting, Economics, and Law Journal*, 2011.

STOUT, *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, in *Duke Law Journal*, (1999).

TOLLISON, *Public Choice and Legislation*, in *Virginia Law Review*, (1988).

TSINGOU, *The Governance of OTC Derivatives Market*, in Mooslechner – Schuberth – Weber, *The Political Economy of Financial Market Regulation*, Cheltenham, 2006.

TUCKMAN, *Amending Safe Harbors to Reduce Systemic Risk in OTC Derivatives Markets*, 2010, in www.centerforfinancialstability.com.

UMFREVILLE – OMAR – LÜCKE – FANNON – VEDER – CARBALLO PIÑEIRO, *Recognition of UK Insolvency Proceedings Post-Brexit: The Impact of a 'No Deal' Scenario*, in *Int. Insolv. Rev.*, (2018).

VAN BOCHOVE, *Overriding Mandatory Rules as a Vehicle for Weaker Party Protection in European Private International Law*, in *Erasmus Law Review*, 2014.

VAN KERCKHOVEN, *Post-Brexit Leadership in European Finance*, in *Politics and Governance*, 2021.

VARAPNICKAS, *Brexit and Arbitration: What Happens Next?*, in *Conference Papers of the 5th International Conference of PhD Students and Young Researchers*, 2018.

VERBRUGGEN, *Gorillas in the closet? Public and private actors in the enforcement of transnational private regulation*, in *Regulation & Governance*, 2013.

WAI, *The Interlegality of Transnational Private Law*, in *Law and Contemporary Problems*, (2008).

WAI, *Transnational Liftoff and Juridical Touchdown: The Regulatory Function of Private International Law in an Era of Globalization*, in *Columbia Journal of Transnational Law*, (2002).

WESTBROOK, *International Arbitration and Multinational Insolvency*, in *Penn State International Law Review*, 2011.

WHITEHEAD –VELLA, *When a UK agreement-to-agree is enforceable*, in *International Financial Law Review*, (2012).

WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, in *The Free Press*, (1985).

WILMARTH, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-to-Fail Problem*, in *Brooklyn Journal of International Law*, (2010), in www.scholarship.law.gwu.edu.

WLADIS, *Common Law and Uncommon Events: The Development of the Doctrine of Impossibility of Performance in English Contract Law*, in *Georgetown Law Journal*, 1987.

WYMEERSCH, *Post-Brexit: the factors increasing the pressure to refer matters to EU law*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2018.

YORULMAZER, *Has Financial Innovation Made the World Riskier? CDS, Regulatory Arbitrage and Systemic Risk*, Amsterdam, 2012.

YOUNG, *Transnational regulatory capture? An empirical examination of the transnational lobbying of the Basel Committee on Banking Supervision*, in *Review of International Political Economy*, 2012.

ZANDER, *The Act of State Doctrine*, in *American Journal of International Law*, (1959).