

**ARTICOLI**

**Deterrenza e fuoco amico.  
Gli effetti delle sanzioni  
internazionali sul debito estero  
della Federazione Russa e  
sull'ordine finanziario globale**

---

**Alberto Lupoi**

Professore associato di Diritto dei mercati finanziari e di Diritto bancario  
Università di Padova

**Bepi Pezzulli**

Dottore in giurisprudenza  
Attorney at Law (NY Bar) e Solicitor (England and Wales)

# Dialoghi di Diritto dell'Economia

---

## **Rivista diretta da**

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri, Filippo Sartori,  
Antonella Sciarrone Alibrandi

## **Direttori di area**

### **Attività, governance e regolazione bancaria**

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciruolo, Prof.ssa Carmela Robustella,  
Dott. Luca Lentini

### **Mercato dei capitali finanza strutturata**

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Dott. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,  
Dott. Francesco Petrosino

### **Assicurazioni e previdenza**

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Dott. Giovanni Maria Berti De  
Marinis, Dott. Massimo Mazzola

### **Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati**

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,  
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

### **Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza**

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio  
Didone, Prof. Alessio di Amato

### **Fiscalità finanziaria**

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini, Dott. Ernesto Bagarotto

## **Criteria di Revisione**

I contributi inviati per la pubblicazione sui Dialoghi di Diritto dell'Economia – editoriali, articoli, note – sono sottoposti a una procedura di valutazione scientifica.

Dopo un primo vaglio della Direzione scientifica, ogni contributo è sottoposto ad uno o più revisori sulla base delle indicazioni dei Direttori d'Area.

La revisione viene effettuata con il sistema dell'anonimato: il Revisore non conosce l'identità dell'Autore, né l'Autore quella del Revisore.

Nel caso di giudizio positivo subordinato a modifiche o integrazioni suggerite dal Revisore, l'autore provvederà ad effettuare le correzioni entro quindici giorni.

L'accettazione dello scritto ai fini della pubblicazione sulla Rivista vincola l'Autore a non pubblicare altrove il contributo senza il consenso scritto dell'Editore.

## **Sede della Redazione**

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

**SOMMARIO:** 1. Elementi del caso Russia e soluzione legale. – 2. Obblighi di ripagamento del debito pubblico e sanzioni internazionali: il caso Russia. – 3. Il mosaico legislativo applicabile al caso Russia. – 3.1. L'imposizione di sanzioni costituisce causa di forza maggiore... – 3.2. Ma le Corti di giustizia chiedono le "mani pulite". – 3.3. La clausola di forza maggiore e la difesa di impossibilità sopravvenuta non sono esperibili dalla Russia. – 4. Le implicazioni delle sanzioni sul sistema finanziario globale. – 5. Conclusioni.

## 1. Elementi del caso Russia e soluzione legale.

La Federazione Russa è tenuta a ripagare il debito pubblico pendente emesso antecedentemente al 2018 nella valuta di denominazione. L'impossibilità sopravvenuta ad adempiere a causa di *force majeure* non rileva. Tale difesa non è esperibile in quanto l'imposizione di sanzioni internazionali è stata determinata da un comportamento non legale del debitore: l'aggressione Russa all'Ucraina viola lo Statuto delle Nazioni Unite. In tali circostanze, il pagamento in rubli (RUB) costituisce default sul prestito e origina un *event of default* nel mercato dei *credit default swaps* (CDS).

Le conclusioni sono diverse nel caso di debito pubblico emesso successivamente al 2018. Stante la *fallback option* concessa alla Russia, tale stock di debito può essere ripagato in RUB. Il *Determination Committee* dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha deliberato che l'eventualità del pagamento in rubli non origina un *event of default* e non attiva l'assicurazione sull'obbligazione sottostante protetta.

Nel caso del debito emesso dopo il 2018, tuttavia, le sanzioni internazionali danneggiano i creditori più del debitore, rendendo impraticabile la riconversione del RUB in euro (EUR) o dollari (USD) e impossibile la *delivery* della *reference obligation* in caso di default.

## 2. Obblighi di ripagamento del debito pubblico e sanzioni internazionali.

La crisi internazionale apertasi con l'aggressione Russa all'Ucraina avviata il 24 febbraio 2022 ha originato una interessante quanto piuttosto complessa questione legale che solleva alcune incertezze nel mercato internazionale dei capitali. La questione è se, per effetto delle sanzioni internazionali imposte alla Russia in ritorsione contro la violazione della sovranità e dell'integrità territoriale dell'Ucraina, Mosca possa ripagare il debito estero pendente in RUB, anziché nella valuta di denominazione delle obbli-

gazioni, appellandosi all'impossibilità sopravvenuta ad adempiere altrimenti, a causa di *force majeure*.

Il caso è stato aperto dal Ministro delle Finanze della Russia Anton Siluanov, il quale, in risposta all'annuncio di sanzioni contro la Russia da parte di Stati Uniti, Regno Unito e Unione Europea, ha dichiarato in un'intervista rilasciata all'emittente *Rossiya24* in data 13 marzo 2022 e rilanciata dall'agenzia stampa di Stato *RIA Novosti* in pari data che "la Russia preparerà un ordine di pagamento in RUB per il rimborso del debito internazionale nel caso in cui il pagamento in valuta non fosse possibile".<sup>1</sup> Alle parole del Ministro Siluanov ha fatto eco l'allarme lanciato dall'agenzia internazionale di rating Fitch, la quale, in un report circolato in data 15 marzo 2022, ha dichiarato che, decorso il *grace period* di 30 giorni previsto nei regolamenti delle emissioni sovrane Russe, avrebbe considerato la Russia in default sul debito pubblico circolante denominato in USD qualora Mosca avesse offerto di effettuare i pagamenti delle cedole in scadenza in RUB.<sup>2</sup> Con toni più sfumati, l'agenzia di rating internazionale Moody's ha concorso. Dal quartier generale di Manhattan, un portavoce ha dichiarato che "all else being equal" [a parità di condizioni], il pagamento in rubli costituirebbe default "under our definition" [sulla base della nostra definizione], precisando, "[h]owever, we would need to understand the facts and circumstances of particular transactions before making a default determination" [tuttavia, avremmo bisogno di capire i fatti e le circostanze di ciascuna transazione prima di dichiarare il default].<sup>3</sup>

### 3. Il mosaico legislativo applicabile al caso Russia.

La questione implica aspetti di diritto federale USA, diritto internazionale, diritto inglese e, di riflesso, i regolamenti di quotazione delle Borse di Dublino, Londra e Lussemburgo; inoltre, coinvolge il regime contrattuale del mercato dei derivati over-the-counter (OTC) governato dal *Master Agreement for Credit*

1 Caitlin Ostroff, *Russia's Finance Minister Says Country Will Pay Debt in Rubles Until Central Bank Sanctions Lifted* [Il Ministro delle Finanze della Russia dichiara che il Paese pagherà il debito in rubli fino alla revoca delle sanzioni], WALL STREET JOURNAL (13 Marzo 2022), <https://www.wsj.com/livecoverage/russia-ukraine-latest-news-2022-03-11/card/russia-s-finance-minister-says-country-will-pay-debt-in-rubles-until-central-bank-sanctions-lifted-c9lJghNNgGzbdPzbsLR>. *Russia: pagherà eurobond in rubli se pagamento in valuta non possibile*, IL SOLE 24 ORE RADIOCOR PLUS (14 Marzo 2022), [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_14.03.2022\\_15.45\\_41410414?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_14.03.2022_15.45_41410414?refresh_ce=1).

2 *Russia - Understanding Potential Sovereign Default Events* [Russia - Comprendere il possibile default sovrano], FITCH RATINGS (15 Marzo 2022), <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/russia-understanding-potential-sovereign-default-events-15-03-2022>.

3 The Associated Press, *EXPLAINER: What would a Russian bond default mean?* [SPIEGAZIONE: cosa implicherebbe un default sul debito Russo?], ABC NEWS (16 Marzo 2022), <https://abcnews.go.com/Business/wireStory/explainer-russian-bond-default-83463276>.

*Derivatives* dell'ISDA, l'entità di autogoverno dei soggetti partecipanti al mercato dei derivati.

Alla data dell'inizio delle ostilità contro l'Ucraina, la Russia risulta emittente di 14 obbligazioni sovrane collocate in USA, UK, UE e Svizzera. Di queste, 10 sono denominate in USD e 4 in EUR. 8 sono quotate sulla Borsa di Dublino, 4 sulla Borsa di Londra e 2 sulla Borsa del Lussemburgo, per un nozionale circolante di USD 38 miliardi ed EUR 3 miliardi e maturità comprese tra il 2023 e il 2047.<sup>4</sup>

Il regime di negoziazione e liquidazione di tale stock di debito è mutato a seguito delle sanzioni ritorsive imposte alla Russia da USA, UK e UE. Washington, Londra e Bruxelles hanno introdotto un numero di misure che: (i) restringe la partecipazione della Russia al sistema finanziario internazionale; (ii) limita la capacità delle banche e degli intermediari finanziari di eseguire ordini di negoziazione con controparti Russe; (iii) sospende le operazioni in classi di attivo denominate in RUB; e (iv) interrompe l'operatività bancaria da e verso la Russia. Da ultimo, la Russia è stata estromessa dal sistema interbancario di trasmissione ordini SWIFT, con sede legale in Belgio.<sup>5</sup>

In particolare, la risposta di USA, UK e UE si è articolata nei seguenti provvedimenti:

Ordine esecutivo del Presidente degli USA datato 21 febbraio 2022 avente ad oggetto "blocking property of certain persons and prohibiting certain transactions with respect to continued Russian efforts to undermine the sovereignty and territorial integrity of Ukraine" [il sequestro delle proprietà di certe persone ed il divieto di condurre certe operazioni con riferimento ai prolungati tentativi russi di indebolire

---

<sup>4</sup> *Russian Federation bonds issued in the international capital market* [Obbligazioni della Federazione russa emessi nel mercato dei capitali internazionale], MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION, [https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id\\_57=13953-russian\\_federation\\_bonds\\_issued\\_in\\_the\\_international\\_capital\\_market](https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id_57=13953-russian_federation_bonds_issued_in_the_international_capital_market).

<sup>5</sup> Richard L. Kilpatrick, *Blocking Swift in Russia* [Il blocco del Sistema Swift in Russia], OPINIO JURIS (4 Marzo 2022), <http://opiniojuris.org/2022/03/04/blocking-swift-in-russia/>. Saleha Mohsin, Josh Wingrove & Nick Wadhams, *U.S. Puts Banning Russia From SWIFT System Back in Play* [Gli USA riattivano l'esclusione della Russia dal Sistema Swift], BLOOMBERG (26 Febbraio 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-26/u-s-puts-banning-russia-from-swift-global-system-back-in-play>. Philip Blenkinsop, *EU bars 7 Russian banks from SWIFT, but spares those in energy* [L'UE esclude 7 banche russe dal Sistema Swift, ma risparmia quelle in energia], REUTERS (3 Marzo 2022), <https://www.reuters.com/business/finance/eu-excludes-seven-russian-banks-swift-official-journal-2022-03-02/>. *UK Statement on Further Economic Sanctions Targeted at the Central Bank of the Russian Federation*, HM TREASURY (28 Febbraio 2022), <https://www.gov.uk/government/news/uk-statement-on-further-economic-sanctions-targeted-at-the-central-bank-of-the-russian-federation>.

la sovranità ed integrità territoriale dell'Ucraina];<sup>6</sup>

Annuncio del Governo del Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord datato 22 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di sanzioni su certi individui e certe persone giuridiche;<sup>7</sup>

Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024 datato 22 febbraio 2022 avente ad oggetto "participation in the secondary market of ruble or non-ruble denominated bonds issued after March 1, 2022 by the Central Bank of the Russian Federation, the National Wealth Fund of the Russian Federation, or the Ministry of Finance of the Russian Federation" [la partecipazione al mercato secondario di obbligazioni denominate in rubli e non-denominate in rubli emesse dopo il 1 marzo 2022 dalla banca centrale della Federazione russa, dal Fondo d'investimento sovrano della Federazione russa, o dal Ministero delle Finanze della Federazione russa];<sup>8</sup>

Annuncio della Commissione UE datato 23 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di un pacchetto di sanzioni in risposta a recenti decisioni della Federazione russa;<sup>9</sup>

Annuncio dell'UK datato 24 febbraio 2022 avente ad oggetto l'imposizione di ulteriori sanzioni<sup>10</sup>; e

---

6 EXECUTIVE ORDER ON BLOCKING PROPERTY OF CERTAIN PERSONS AND PROHIBITING CERTAIN TRANSACTIONS WITH RESPECT TO CONTINUED RUSSIAN EFFORTS TO UNDERMINE THE SOVEREIGNTY AND TERRITORIAL INTEGRITY OF UKRAINE [Ordine esecutivo sul sequestro delle proprietà di certe persone ed il divieto di condurre certe operazioni con riferimento ai prolungati tentativi russi di indebolire la sovranità ed integrità territoriale dell'Ucraina], U.S. TREASURY, [https://home.treasury.gov/system/files/126/20220221\\_eo\\_ukraine.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/20220221_eo_ukraine.pdf)

7 HM GOVERNMENT, STATUTORY GUIDANCE, RUSSIA SANCTIONS: GUIDANCE [Istruzioni legislative: Sanzioni alla Russia: Istruzioni], aggiornato al 25 Marzo 2022, <https://www.gov.uk/government/publications/russia-sanctions-guidance/russia-sanctions-guidance>.

8 DEPARTMENT OF THE TREASURY, OFFICE OF FOREIGN ASSET CONTROL, DIRECTIVE 1A UNDER EXECUTIVE ORDER 14024, PROHIBITIONS RELATED TO CERTAIN SOVEREIGN DEBT OF THE RUSSIAN FEDERATION [Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024, Divieti relativi ad un certo debito sovrano della Federazione russa] (22 Febbraio 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/russia\\_directive\\_1a.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/russia_directive_1a.pdf)

9 EU adopts package of sanctions in response to Russian recognition of the non-government controlled areas of the Donetsk and Luhansk oblasts of Ukraine and sending of troops into the region [L'UE adotta un pacchetto di sanzioni in risposta al riconoscimento russo delle province di Donetsk e Luhansk non controllate dal governo dell'Ucraina e all'invio di truppe nell'area], COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (23 Febbraio 2022), <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/02/23/russian-recognition-of-the-non-government-controlled-areas-of-the-donetsk-and-luhansk-oblasts-of-ukraine-as-independent-entities-eu-adopts-package-of-sanctions/>.

10 *Supra*, nota 7.

Aggiornamento alla Direttiva 1A attuativa dell'Ordine esecutivo 14024 datato 24 febbraio 2022.<sup>11</sup>

I regolamenti di emissione delle obbligazioni russe includono un complesso set di clausole e termini. Le note sono governate dal diritto inglese. Il collocamento è governato dal diritto delle giurisdizioni di distribuzione per il relativo lotto. I termini comprendono una clausola di azione collettiva (CAC) e una clausola di *cross-default*.<sup>12</sup>

Le CACs consentono a una maggioranza qualificata di investitori in obbligazioni di modificare i termini di pagamento di un titolo, in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori del titolo stesso, in modo da facilitare una ristrutturazione ordinata del debito, in caso di stress del debitore.<sup>13</sup> Le CACs rendono meno rischiosi i bond Russi perché Mosca "non può" ristrutturarli o ridenominarli senza il consenso di quote molto elevate di creditori.<sup>14</sup>

Il *cross-default*, cioè la clausola di insolvenza incrociata, pone un emittente in default se il debitore è inadempiente a un'altra obbligazione pendente. Di conseguenza l'intero stock di debito è soggetto a rientro. La clausola di *cross-default* esiste per proteggere gli interessi degli investitori, i quali desiderano avere gli stessi diritti sulle attività di un emittente in caso di inadempienza su uno degli obblighi di debito.<sup>15</sup>

Le obbligazioni più recenti includono termini ulteriori. I regolamenti di emissione delle obbligazioni denominate in USD emesse dopo l'imposizione di sanzioni internazionali alla Russia in seguito all'annessione della Crimea nel 2014 permettono a Mosca di effettuare il pagamento per mezzo di valute alternative, da scegliere tra EUR, GBP e CHF. I regolamenti di emissione delle obbligazioni denominate in EUR e USD emesse dopo l'imposizione di sanzioni internazionali alla Russia in seguito all'avvelenamento dell'ex agente del KGB rifugiato in Inghilterra Sergej Skripal nel 2018 permettono a Mosca di regolare

11 DEPARTMENT OF THE TREASURY, OFFICE OF FOREIGN ASSET CONTROL, DIRECTIVE 3 UNDER EXECUTIVE ORDER 14024, PROHIBITIONS RELATED TO NEW DEBT AND EQUITY OF CERTAIN RUSSIA-RELATED ENTITIES [Direttiva 3 attuativa dell'ordine esecutivo 14024, Divieti relativi a nuovo debito e capitale di certe entità collegate alla Russia] (24 Febbraio 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/new\\_debt\\_and\\_equity\\_directive\\_3.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/new_debt_and_equity_directive_3.pdf).

12 *Offering circulars* [Prospetti di offerta], MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION, [https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id\\_57=23555-offering\\_circulars](https://minfin.gov.ru/en/key/debt/external/bonds/?id_57=23555-offering_circulars).

13 Alfredo Bardozzetti & Davide Dottori, *Clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?* J. INT'L ECON., v 92, 2, 286-303 (2014).

14 Giovanni Siciliano, *Quanto pesano le clausole di azione collettiva sul debito*, LAVOCE.INFO (10 Febbraio 2017), <https://www.lavoce.info/archives/45040/quanto-pesano-le-clausole-di-azione-collettiva-sul-debito-pubblico/>.

15 *Glossario: Cross Default*, CBONDS, <https://cbonds.it/glossary/cross-default/>

il proprio debito estero in RUB.<sup>16</sup> La formula usata per consentire il pagamento in RUB è: "If the Russian federation is unable to make payment of principal and interest (in whole or in part) in respect of the bonds in USD" [Se la Federazione Russa è incapace di ripagare capitale e interessi (in tutto o in parte) con riferimento alle obbligazioni in USD].<sup>17</sup> In effetti, alla Russia è concessa una *fallback option*. Tuttavia, la formulazione della clausola è infelice - ed è sorprendente trovare una tale ingenuità in un documento redatto da legali esperti; il regolamento di emissione, infatti, non specifica le ragioni accettabili per la condizionalità di esercizio dell'opzione. In altri termini, il documento omette di definire la cause di *force majeure*. Questo è un errore concettuale: nel diritto inglese non esiste una definizione univoca di forza maggiore; la definizione e le condizioni di esercizio della difesa sono lasciate alla libertà contrattuale delle parti da esplicitarsi nel processo di redazione dei contratti. Il *Master Agreement ISDA*, al contrario, contiene una definizione precisa. A tal proposito, va rilevato che il mancato coordinamento tra le disposizioni del regolamento di emissione e le clausole del *Master Agreement ISDA* applicabile all'emissione crea un possibile conflitto di esiti tra il trattamento dello stesso titolo nel mercato cash e nel mercato sintetico.

In data 17 marzo 2022, il Ministero delle Finanze della Russia ha dichiarato di aver dato corso ai pagamenti degli interessi sul debito pubblico russo in scadenza mercoledì 16 marzo. La Russia era tenuta a pagare 117 milioni di dollari di cedole su due diverse emissioni obbligazionarie sovrane denominate in USD e prive di *fallback option*. Sulle modalità e sull'esito dei pagamenti dovuti va testato se si è verificato il primo default sovrano Russo dal 1998, quando Mosca fece default sul debito estero in rubli e ristrutturò il debito in dollari risalente all'era sovietica.

Dal 16 marzo, è iniziato il periodo di tolleranza di 30 giorni, al termine del quale, in data 15 aprile, i creditori dovranno eventualmente contestare il default.

Secondo i fatti al momento noti:

Il Tesoro russo ha comunicato di aver trasmesso un ordine di pagamento per 117 milioni di dollari al *paying agent* Citibank N.A. Filiale di Londra (la quale non ha rilasciato dichiarazioni). Il Tesoro Russo aveva anche preliminarmente comunicato che avrebbe inviato il controvalore dell'importo del pagamento degli interessi in RUB se i pagamenti in USD non avessero raggiunto gli obbligazionisti stranieri.

<sup>16</sup> *Supra*, nota 4.

<sup>17</sup> *Id.*

In data 2 marzo 2022, l'Office of Foreign Assets Control (OFAC) degli USA aveva dichiarato di aver autorizzato le transazioni per i soggetti residenti negli USA per "la ricezione di interessi, dividendi o pagamenti di scadenza in relazione al debito o al capitale" emessi dal Ministero delle Finanze Russo, dalla Banca centrale o dal Fondo sovrano, ma questa esenzione scade il 25 maggio 2022.<sup>18</sup>

Nelle transazioni sui mercati dei capitali, occorre osservare il ciclo di vita di un'operazione di pagamento, nel quale si distinguono *payment* (pagamento), *clearing* (rilascio dei fondi), e *settlement* (liquidazione). Il pagamento consiste nella trasmissione di fondi, con la valuta stabilita, alla banca corrispondente del debitore. Il rilascio dei fondi consiste nella contabilizzazione, dopo le prescritte verifiche e compensazioni, della provvista a beneficio del creditore da parte delle *Clearing Houses*. Infine, il regolamento consiste nella liquidazione del pagamento. Per testare l'adempimento dell'obbligazione di pagamento da parte del debitore va fatto riferimento alle due disposizioni contrattuali generalmente incluse nei regolamenti di emissione. La prima, il pagamento è un'obbligazione di risultato, non di mezzi. In base a tale norma, il debitore è responsabile verso il creditore fino al regolamento. In questo senso, la mera trasmissione dell'ordine di pagamento all'agente del debitore non è sufficiente. La seconda, il mancato pagamento non è imputabile al debitore in caso di forza maggiore o impossibilità sopravvenuta. La questione dirimente è se quindi le sanzioni dichiarate da USA, UK e UE e l'estromissione della Russia dal sistema interbancario di trasmissione ordini SWIFT costituisca impossibilità sopravvenuta ad adempiere a causa di forza maggiore.

### 3.1. L'imposizione di sanzioni costituisce causa di forza maggiore ...

Nelle giurisdizioni di *common law*, l'imposizione di sanzioni internazionali è causa di forza maggiore, in presenza di una clausola contrattuale di *force majeure*, oppure, in mancanza di una stipulazione espresa, provoca impossibilità sopravvenuta ad adempiere il contratto causa illegalità della prestazione - le sanzioni sono adottate con legge penale e la violazione delle medesime costituisce reato.

In UK, il principio è stato stabilito nel caso *Lebeaupin v. Crispin*. Nel pronunciarsi in merito ad un contratto di compravendita, il giudice McCardie osservò che "ogni diretta interferenza legislativa o amministrativa è ovviamente compresa nel concetto [di forza maggiore]. Ad esempio: un embargo".<sup>19</sup> Più

<sup>18</sup> Department of the Treasury, Office of Foreign Assets Control, Russian Harmful Foreign Activities Sanctions Regulations, 31 C.F.R. part 587, General License No. 9A, Authorizing Transactions Related to Dealings in Certain Debt or Equity (2 March 2022), [https://home.treasury.gov/system/files/126/russia\\_gl9a.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/126/russia_gl9a.pdf).

<sup>19</sup> *Lebeaupin v. Crispin* [1920] 2 KB 714.

di recente, proprio le sanzioni contro la Russia, il pacchetto introdotto dopo l'annessione illegale della Crimea nel 2014, hanno costituito oggetto di giurisprudenza sul punto. In *Lamesa v. Cynergy*, avente ad oggetto un contratto di finanziamento tra un investitore ed una banca, la Corte d'Appello d'Inghilterra ha stabilito che le sanzioni previste dall'art. 5(b) dello *US Ukraine Freedom Support Act 2014* e dal Regolamento UE (EC) 2271/96 costituiscono causa di forza maggiore e giustificano l'inadempimento contrattuale da parte della banca.<sup>20</sup> Ancora più rilevante per la questione in oggetto è il caso *Banco San Juan v. Petroleos de Venezuela S.A.* avente ad oggetto, come *Lamesa*, un contratto di finanziamento. Quando PDVSA fu direttamente sottoposta a sanzioni da parte degli USA, si presentò all'Alta Corte di Londra sostenendo che, essendo un soggetto bloccato dalle sanzioni USA, tutte le sue attività commerciali erano soggette a sanzioni. Secondo PDVSA, sulla base del precedente *Lamesa*, la clausola 7.03 del contratto di finanziamento giustificava la sospensione del ripagamento del prestito per il periodo di durata delle sanzioni.<sup>21</sup> La Corte respinse il caso di PDVSA dichiarando che l'attore era tenuto a effettuare il pagamento a BSJI nonostante le sanzioni USA. La Corte decise che la caratterizzazione della clausola 7.03 del contratto di finanziamento da parte di PDVSA non era corretta. La clausola 7.03 era un *negative pledge*, non un *covenant*. Un *negative pledge* è una stipulazione a beneficio del solo creditore e solo il creditore può scegliere di rinunciarvi. In altri termini, un *negative pledge* non può essere esperito come difesa dal debitore per giustificare l'inadempimento.<sup>22</sup>

In USA, le considerazioni sono analoghe. Di recente, il caso *Castor Petroleum v. Petroterminal de Panama*, ha dato occasione alla Corte d'Appello di New York di confermare la sentenza di un tribunale distrettuale in base alla quale il sequestro da parte di un tribunale panamense del petrolio dell'attore esonerava il convenuto dall'obbligo di eseguire un contratto di trasporto e stoccaggio del petrolio. Nel caso di specie, tuttavia, la clausola di forza maggiore sollevava espressamente il convenuto dai suoi obblighi nel caso in cui la prestazione fosse stata impedita da "embargo o interventi governativi o altri eventi o circostanze simili o dissimili".<sup>23</sup> In assenza di una clausola di forza maggiore espressa, l'ina-

<sup>20</sup> *Lamesa Investments Ltd v Cynergy Bank Ltd* [2020] EWCA Civ 281.

<sup>21</sup> *Banco San Juan v. Petroleos de Venezuela S.A.* [2021] 2 All E.R. (Comm) 590. V. il commento di Miranda Hearn, *Recent UK Case Studies: The Impact of US Sanctions on the Contractual Right to Withhold Payment and Key Compliance Takeaways* [Recenti casi di studio UK: L'impatto delle sanzioni USA sul diritto contrattuale a sospendere il pagamento e lezioni di pratiche di compliance], ASSOCIATION OF CERTIFIED SANCTIONS SPECIALISTS (18 Dicembre 2020), <https://sanctionsassociation.org/recent-uk-case-studies-the-impact-of-us-sanctions-on-the-contractual-right-to-withhold-payment-and-key-compliance-takeaways/>.

<sup>22</sup> *Id.*

<sup>23</sup> *Castor Petroleum v. Petroterminal de Panama*, 107 A.D.3d 497, 498, 968 N.Y.S.2d 435, 498 (1st Dep't 2013).

dempimento può essere scusato in base alla dottrina dell'impossibilità quando la prestazione è stata resa illegale da un successivo cambiamento di legge.<sup>24</sup> Un noto giurista di New York ha spiegato che "[l]a dottrina dell'impossibilità può fornire una difesa quando un'azione governativa imprevista impedisce l'esecuzione di un contratto".<sup>25</sup>

Quando le sanzioni rendono espressamente illegale la sostanza di una transazione o le relazioni contrattuali con specifiche controparti, le Corti USA sono riluttanti a far eseguire i contratti.<sup>26</sup> Per esempio, un tribunale della California ha respinto le richieste dei querelanti contro i loro partner commerciali che non avevano rispettato un accordo per produrre computer in Iran perché l'accordo violava le sanzioni statunitensi contro l'Iran.<sup>27</sup> In base allo stesso principio, la Corte d'Appello Federale per il 2° Circuito ha ritenuto che una compagnia petrolifera nazionale iraniana non poteva far valere un contratto per la consegna di prodotti chimici da parte di un intermediario americano perché il suo accordo era illegale ai sensi di un embargo statunitense, noto alla società iraniana.<sup>28</sup>

### 3.2. ... Ma le Corti di giustizia chiedono le "mani pulite".

Il noto brocardo "he who comes into equity must come with clean hands" [colui il quale viene a chiedere giustizia secondo equità deve presentarsi con le mani pulite] ha servito il sistema giudiziario di *common law* per più di 300 anni.<sup>29</sup>

Secondo il principio in vigore nelle giurisdizioni di *common law*, l'esonero dagli obblighi contrattuali a titolo di forza maggiore o impossibilità sopravvenuta non è disponibile quando una parte è in difetto o ha, in qualche modo, contribuito alle circostanze che hanno portato alla crisi contrattuale.

Il principio è anzi ancora più antico. E' originato in età tardo-giustiniana. *Ex dolo malo non oritur actio*

<sup>24</sup> *Kel Kim Corp. v. Cent. Markets, Inc.*, 70 N.Y.2d 900, 902, 519 N.E.2d 295, 296 (1987).

<sup>25</sup> *Banks, New York Contract Law § 20:8* citing *RW Holdings, LLC v. Mayer* (2016).

<sup>26</sup> MORGAN LEWIS, UKRAINE-RELATED SANCTIONS: CONTRACTS DISPUTES UNDER BUSINESS AGREEMENTS GOVERNED BY US LAW [Sanzioni relative all'Ucraina: Dispute legali nei contratti commerciali governati dal Diritto USA] (Marzo 2020), <https://www.morganlewis.com/-/media/files/publication/morgan-lewis-title/white-paper/2022/ukraine-related-sanctions-contract-disputes-under-business-agreements-governed-by-us-law.pdf>.

<sup>27</sup> *Kashani v. Tsann Kuen China Enter. Co.*, 118 Cal. App. 4th 531, 547, 13 Cal. Rptr. 3d 174, 185 (2004).

<sup>28</sup> *Nat'l Petrochemical Co. of Iran v. M/T Stolt Sheaf*, 930 F.2d 240, 243 (2d Cir. 1991).

<sup>29</sup> T. Leigh Anenson, *Announcing the 'clean hands' doctrine* [Annunciando la dottrina delle 'mani pulite'], UC DAVIS L. REV., Vol. 51, 1827-1890, 1847 (2018).

è una massima latina che significa “nessun diritto di azione può avere la sua origine nella frode”. Nessun tribunale presterà il suo aiuto a un attore che fonda la sua azione legale su un atto immorale o illegale. Col tempo, la massima si è evoluta nella regola che le Corti di giustizia non sosterranno un'azione legale che nasce dalla turpitudine morale dell'attore o dalla sua violazione della legge interna o internazionale.<sup>30</sup>

Per questa ragione, per quanto riguarda l'UK, la dottrina delle “mani pulite” costituisce giustizia secondo equità (*equity*). T. Leigh Anenson (University of Maryland) riporta che il *Barrister* inglese Richard Francis formulò una dottrina delle “mani pulite” in un lavoro del 1728.<sup>31</sup> Anenson spiega che la teoria fu codificata per via giurisprudenziale dal Lord Chief Baron Eyre, Baron Hotham alla fine del XVIII secolo: “The doctrine of contribution amongst sureties is not founded in contract, but is the result of general equity on the ground of equality of burthen and benefit” [La dottrina della contribuzione tra fideiussori non è fondata in via contrattuale, ma è il risultato della giustizia secondo equità basata sulla uguaglianza di onere e beneficio].<sup>32</sup>

La dottrina delle “mani pulite” non è, però, una valutazione moralistica astratta. Essa deve riferirsi a circostanze rilevanti per la risoluzione di un caso in giudizio. Affinché la difesa delle mani impure possa operare, la scorrettezza imputabile alla parte in difetto deve avere una relazione immediata e necessaria con la pronuncia secondo equità chiesta in Corte. In *Dering v. Earl of Winchelsea*, Dering, il Conte e Rouse erano garanti in solido per un'obbligazione del fratello di Dering. Quando questi fu inadempiente, Dering pagò il debito, ma cercò di recuperare dagli altri due fideiussori. I due eccepirono che Dering aveva traviato il debitore, incoraggiandolo a giocare d'azzardo. La Corte argomentò che le “mani pulite” non precludono la depravazione personale del debitore. Le “mani pulite” non costituiscono una valutazione moralistica indipendente dal *petitum*, ma si riferiscono a circostanze giuridiche applicabili direttamente ai fatti sotto giudizio. Il debitore, ritenne la Corte, era il responsabile della sua perdita, non Dering, e Dering poteva recuperare dai garanti in solido *pro quota*.<sup>33</sup> In tempi recenti, il caso *J. Lauritzen v. Wijismuller* ha reiterato la dottrina: “La parte che eccepisce la difesa non deve aver contribuito alle

<sup>30</sup> *Ex dolo malo actio non oritur*, LAW TIMES JOURNAL (1 ottobre 2019), <https://lawtimesjournal.in/ex-dolo-malo-actio-non-oritur/>.

<sup>31</sup> *Id.*, con riferimento a RICHARD FRANCIS, MAXIMS OF EQUITY 6 (Richmond: Sheppard and Pollard Printers, 1<sup>st</sup> Am. Ed. 1823)(1728)(Second maxim).

<sup>32</sup> *Dering v. Earl of Winchelsea* [1787] 1 Cox 319, 29 ER 1184.

<sup>33</sup> *Dering*, *supra* nota 32.

circostanze che hanno causato la presunta impossibilità".<sup>34</sup>

Per quanto riguarda gli USA, la Corte Suprema ha adottato la dottrina fin dagli albori della sua storia.<sup>35</sup> Già nel 1831, la SCOTUS scriveva che le condizioni di esercizio della difesa delle "mani pulite" erano "ben note".<sup>36</sup>

In tempi recenti, le Corti USA hanno consistentemente applicato la dottrina delle "mani pulite" contro parti che hanno causato o hanno contribuito alle condizioni che hanno portato all'imposizione di sanzioni, in particolare contro imprese statali la condotta del cui governo madre ha portato alle sanzioni USA. In un caso proprio in materia di sanzioni ritorsive, il 5° Circuito ha rifiutato di consentire alla compagnia petrolifera statale iraniana di evitare una clausola di forza maggiore in sede di arbitrato, perché la società, come parte del governo iraniano, "è responsabile di aver creato la catena di eventi che rendono impossibile per un'entità americana partecipare all'arbitrato iraniano come richiesto dall'accordo".<sup>37</sup>

Come in UK, anche in USA una condotta generale immorale o corrotta non è sufficiente a garantire l'applicazione della dottrina delle "mani pulite". Per prevalere, una parte deve dimostrare che il suo avversario si è impegnato in un comportamento iniquo che è collegato direttamente all'oggetto della controversia.<sup>38</sup>

### **3.3. La clausola di forza maggiore e la difesa di impossibilità sopravvenuta non sono esperibili dalla Russia.**

Nel caso in esame, è ragionevole sostenere che la Russia non possa invocare né la clausola di forza maggiore, maldestramente redatta nei regolamenti di emissione post-2018, né la scusante dell'impossibilità sopravvenuta. Mosca ha infatti contribuito al sorgere dell'impossibilità attraverso una condotta illegale, contraria agli obblighi contratti in diritto internazionale. Nello Statuto dell'ONU, infatti, non solo è manifestamente vietato l'uso unilaterale della forza armata e dunque, la guerra, ma anche la minaccia di essa e in generale dell'uso della forza (artt. 2, 4), ad eccezione delle azioni collettive militari messe

<sup>34</sup> *J. Lauritzen A.S. v. Wijsmuller B.V. (The Super Servant Two)* 1990, 1 Lloyd's Rep. 1, 8.

<sup>35</sup> *V. Talbot v. Jansen*, 3 U.S. 133 (1795).

<sup>36</sup> *Cathcart v. Robinson*, 30 U.S. 264, 276 (1831).

<sup>37</sup> *Nat'l Iranian Oil Co. v. Ashland Oil, Inc.*, 817 F.2d 326, 333 (5th Cir. 1987).

<sup>38</sup> *Glossary: Unclean Hands Doctrine*, THOMPSON REUTERS PRACTICAL LAW, [https://content.next.westlaw.com/6-521-9533?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/6-521-9533?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true).

in atto dal Consiglio di Sicurezza delle Nazioni Unite.<sup>39</sup> In mancanza di una risoluzione del CdS, le azioni della Russia violano pertanto il diritto internazionale.

Date le circostanze, presumibilmente, se la Russia invocasse la clausola di forza maggiore o la difesa dell'impossibilità sopravvenuta per giustificare il pagamento in RUB delle obbligazioni emesse antecedentemente al 2018, perderebbe il caso in Corte e si troverebbe in stato di default sul debito pubblico.

Esistono poi degli ulteriori profili che contribuiscono all'interessante caso. Nei regolamenti di emissione, Mosca non ha rinunciato all'immunità sovrana. Nella pratica internazionale, molti Stati - per non pregiudicare la propria facilità di accesso ai mercati internazionali - rinunciano all'immunità sovrana, ma delegano contestualmente la risoluzione di controversie aventi ad oggetto il debito pubblico a collegi arbitrali, attraverso la stipulazione di una clausola arbitrale. La Russia ha invece respinto la rinuncia all'immunità sovrana, lasciando che le proprie obbligazioni siano soggette al diritto inglese. Da un lato, questo significa che le Corti inglesi non hanno giurisdizione sulla Russia e non possono chiamarla in giudizio. La Russia non può quindi essere obbligata al pagamento, sebbene possa essere dichiarata in default. Dall'altro lato, la mancanza di giurisdizione *in personam* tuttavia non pregiudica l'esistenza della giurisdizione *in rem*. Le Corti inglesi possono di conseguenza porre sotto sequestro beni russi eventualmente presenti in UK, anche se non tutti, ma soltanto quelli non coperti dalla Convenzione di Vienna sulle relazioni diplomatiche del 18 aprile 1961. I beni in UK delle società di Stato, ad esempio Gazprom o VTB, potrebbero quindi venire sottoposti a sequestro.

#### **4. Le implicazioni delle sanzioni sul sistema finanziario internazionale.**

L'esito del caso in esame ha due implicazioni sul sistema finanziario internazionale, una positiva, l'altra negativa per i creditori.

La prima implicazione è positiva. La dichiarazione di default da parte di una Corte di giustizia o del *De-terminations Committee* dell'ISDA farebbe scattare la protezione sul debito russo stipulata nei CDS. Il ricordo del default Russo del 1998 è ancora vivo nella storia economica. La decisione shock di Mosca di svalutare il rublo e di ripudiare il debito pubblico amplificò lo *spillover* globale della crisi finanziaria asiatica e si propagò attraverso i mercati finanziari, portando al quasi-fallimento del hedge fund americano Long-Term Capital Management, gestito dal premio Nobel Myron Scholes, e al suo salvataggio da parte

<sup>39</sup> V. Charter of the United Nations, signed in San Francisco, 1945.

di un consorzio di banche, sotto la regia della FED di New York, per evitare la perdita di USD 100 miliardi nel mercato dei derivati.<sup>40</sup> Ma oggi si proietta un film diverso. Secondo le stime di JPMorgan rilanciate dall'Agenzia *Reuters*, i CDS emessi ammontano a poco più di USD 6 miliardi.<sup>41</sup> Un eventuale default Russo non presenta rischio sistemico. L'esposizione agli attivi Russi da parte del mercato dei capitali internazionale è limitata, da quando gli investitori internazionali hanno rivalutato il rischio Paese dopo l'annessione illegale della Crimea nel 2014.<sup>42</sup> Più di recente, l'offensiva in Ucraina ha innescato un *repricing* del debito; i bond vengono scambiati ad una frazione del nozionale, con valutazioni danneggiate in parte dalle vendite forzate dopo l'esclusione dei bond Russi dagli indici obbligazionari.<sup>43</sup>

La seconda implicazione è negativa. In presenza della *fallback option* nel debito emesso dopo il 2018, le sanzioni alla Russia danneggiano i creditori. Le sanzioni rendono impraticabile la riconversione dei RUB ricevuti in pagamento di capitale e interessi sul debito in EUR o USD. Ma c'è di più. Le sanzioni che impediscono la negoziazione delle obbligazioni sovrane della Russia da parte degli intermediari finanziari in USA, UK e UE rendono impossibile ai detentori di bond la *delivery* delle obbligazioni in default alla controparte del CDS, e a quel punto, questa può sollevare l'eccezione di inadempimento e rifiutare di onorare il contratto assicurativo.

Secondo Amiyatosh Purnanandam (University of Michigan) esistono ulteriori effetti negativi, tanto a breve termine quanto potenzialmente strutturali. L'aumento dell'incertezza - spiega Purnanandam - si trasferisce al premio per il rischio nelle classi di attivo azionarie e obbligazionarie e dunque il *cost of*

40 MARDI DUNGEY ET AL., INTERNATIONAL CONTAGION EFFECTS FROM THE RUSSIAN CRISIS AND THE LCTM NEAR-COLLAPSE [L'effetto contagio internazionale della crisi Russa e il semi-fallimento di LCTM], IMF Working Paper, WP/02/74, Aprile 2002.

41 *Credit derivatives panel asked to decide whether Russia may have repudiated debt* [La commissione derivati sul credito chiamata a decider se la Russia ha ripudiato il debito], REUTERS (11 Marzo 2022), <https://www.reuters.com/markets/funds/credit-derivatives-panel-asked-decide-whether-russia-may-have-repudiated-debt-2022-03-11/>.

42 Mark Kolakowski, *U.S. Banks See Limited Impact From Sanctions on Russia* [Le banche USA vedono poco impatto dalle sanzioni alla Russia], INVESTOPEDIA (23 Febbraio 2022), <https://www.investopedia.com/us-banks-see-limited-impact-from-sanctions-on-russia-5219964>.

43 Tommy Stubbington and Robin Wigglesworth, *What to expect as Russia warns of historic debt default* [Cosa aspettarsi se la Russia annuncia uno storico default sul debito], FINANCIAL TIMES (15 Marzo 2022), <https://www.ft.com/content/9ed033f2-aaa4-4cce-974d-78592a3075af>. V. *Impact of Recent Sanctions on Russian Government Bonds and Issuers on FTSE Fixed Income Indices* [Impatti delle recenti sanzioni contro il governo e gli emittenti di obbligazioni Russe sugli indici obbligazionari FTSE], FTSE RUSSELL (28 Febbraio 2022), <https://research.ftserussell.com/products/index-notices/home/getnotice/?id=2603466>.

*funding* di imprese e governi cresce.<sup>44</sup> Inoltre, le sanzioni sono inflattive; i prezzi dell'energia, ad esempio, già prezzano le incertezze future.<sup>45</sup> Nel breve termine, le sanzioni riducono la capacità Russa di finanziare la guerra, ma nel lungo termine possono alterare l'ordine finanziario globale: le misure adottate da USA, UK e UE hanno un'alta capacità di deterrenza contro future crisi geopolitiche, ma per contro incentivano le banche centrali e i governi a diversificare la base di riserve in valuta verso altre divise, ad esempio, il renminbi cinese.<sup>46</sup>

Infine, le sanzioni accelerano lo sviluppo della tecnologia blockchain e delle cripto-valute, le quali permettono di condurre transazioni finanziarie bypassando gli intermediari istituzionali, i quali sono delegati all'applicazione delle sanzioni, costruendo un'alternativa all'uso del dollaro negli scambi internazionali. Se le transazioni in bitcoin o ethereum sono ormai soggette a meccanismi di trasparenza, esiste un mercato in continuo sviluppo ed evoluzione di nuove di cripto-valute, anche *ad hoc*, che valida le previsioni di Friedrich von Hayek in tema di concorrenza tra valute di Stato e valute private.<sup>47</sup>

## 5. Conclusioni.

La Russia è tenuta a ripagare il debito pubblico pendente emesso antecedentemente al 2018 nella valuta di denominazione. L'impossibilità ad adempiere a causa di *force majeure* o di impossibilità sopravvenuta non rileva. Tale difesa non è esperibile in quanto l'insorgere della causa di forza maggiore o dell'impossibilità sopravvenuta è stato determinato da un comportamento non legale del debitore. In tali circostanze, il pagamento in RUB costituisce default sul prestito e origina un *event of default* nel mercato dei CDS.

Le conclusioni sono diverse nel caso di debito pubblico emesso successivamente al 2018. Tale stock di debito può essere ripagato in RUB. Il *Determination Committee* dell'ISDA ha deliberato che l'eventualità del pagamento in RUB non origina un *event of default* e non attiva l'assicurazione sull'obbligazione sottostante protetta.

Tuttavia, in presenza della *fallback option* nel debito emesso dopo il 2018, le sanzioni alla Russia dan-

---

<sup>44</sup> *Financial sanctions against Russia will create wide-ranging impact*, MICHIGAN NEWS (3 Marzo 2022), <https://news.umich.edu/financial-sanctions-against-russia-will-create-wide-ranging-impact/>.

<sup>45</sup> Id.

<sup>46</sup> Id.

<sup>47</sup> FRIEDRICH VON HAYEK, *THE DENATIONALISATION OF MONEY* (1976).

neggiano i creditori più che il debitore. Le misure decretate da USA, UK e UE rendono impraticabile la riconversione dei RUB ricevuti in pagamento di capitale e interessi sul debito in EUR o USD. Inoltre, il divieto di negoziazione delle obbligazioni sovrane della Russia da parte degli intermediari finanziari rendono impossibile ai detentori di bond la *delivery* delle obbligazioni in default alle controparti dei CDS.

Infine, sebbene possiedano un'alta capacità di deterrenza contro future crisi geopolitiche, nel lungo periodo, le sanzioni possono produrre un'alterazione dell'ordine finanziario globale, spingendo le banche centrali a diversificare le riserve in valuta e accelerando lo sviluppo della cripto-finanza.

Le crisi internazionali sono situazioni di difficile gestione. Esse provocano tensioni sulla politica, sull'economia e sull'ordine sociale. Nessuno possiede la soluzione pronta o la ricetta in tasca. Ciò nonostante, le sanzioni sono un'arma a doppio taglio e vanno maneggiate con cura e perizia.