

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

2 / 2014

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

G. Alpa, M. Andenas, A. Antonucci, S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, N. Casalino, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, V. Lemma, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, R. Masera, R. McCormick, F. Merusi, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, P. Passalacqua, C. Paulus, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Tucci, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

E. Bani - E. Cardi - N. Casalino - G. Conte - M. De Poli
P. Gaggero - A. Sciarrone - M. Sepe - V. Troiano - A. Urbani

PARTE PRIMA

ARTICOLI

GUIDO ALPA – *La rivalutazione del capitale della Banca d'Italia e le regole del diritto privato* 56

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali* 66

LEONARDO DI BRINA – *Separazione patrimoniale e circolazione dei fondi comuni di investimento* 104

VARIETA'

GIANFRANCO A. VENTO - GISELA C. VECCHIO – *Il microcredito in Italia: alcune riflessioni per un assetto regolamentare efficace* 118

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

MIRELLA PELLEGRINI – *I derivati dei comuni italiani nella valutazione dell'Alta Corte di Giustizia Inglese (High Court of Justice, 2014 EWHC 142 Comm)* 35

VALERIO LEMMA – *What's better than "Plain Vanilla"? (Nulla, se essa è alla base della correttezza operativa)*..... 96

PARTE PRIMA

ARTICOLI

LA RIVALUTAZIONE DEL CAPITALE DELLA BANCA D'ITALIA E LE REGOLE DEL DIRITTO PRIVATO*.

ABSTRACT: *This paper analyzes the valuation of Bank of Italy's equity capital, as updated by law no. 5/2014, focusing on the private rules concerning this kind of operations. In this context, it is shown the governance of the Italian central bank, focusing on the market for the new equity shares and the new rights of the shareholders. The analysis of the statute of Bank of Italy shows that the new shares provides new rights and then specific doubts arises on the fairness of this updating and the future of the negotiations. In conclusion, it remains the need to define the contents of these shares in order to understand their suitability for the owners. It is also necessary to observe how the shareholders will exercise their new rights and, in particular, how they will manage their right to approve (or not) the Italian central bank's balance sheet.*

SOMMARIO: 1. La *governance* della Banca d'Italia tra interessi pubblici e partecipazione dei privati. - 2. Il mercato delle quote ed i diritti dei *partecipanti*. - 3. Le opzioni del nuovo Statuto della Banca d'Italia.

1. Il provvedimento di rivalutazione del capitale della Banca d'Italia ha comportato sostanziali modifiche della *governance* bancaria con riguardo al riconoscimento di diritti amministrativi e patrimoniali ai titolari delle quote, con l'ovvia conseguenza di consentire a questi ultimi di relazionarsi con l'Istituto in modalità diverse da quelle fino ad oggi praticate.

* Contributo approvato dai revisori.

L'interesse pubblico alla base della costruzione normativa recata dal d. l. 30 novembre 2013, n. 133, convertito con modificazioni dalla l. 29 gennaio 2014, n. 5, cui risulta conformato il nuovo statuto dell'ente, trova espressione in una ridefinizione dei diritti sopra indicati. Il riconoscimento di questi ultimi, infatti, ne circoscrive la portata, escludendo - per quanto concerne i diritti amministrativi - la possibilità di una loro *voice* sulle funzioni istituzionali della Banca d'Italia. Sicché, vengono superate le critiche (in passato sollevate dalla dottrina) in ordine alla possibile configurazione di quotisti dal duplice ruolo di *controllori/controllati*.¹ Del pari, è prevista la limitazione della partecipazione (contenuta in una misura del 3% del capitale) e della remunerazione delle quote, il cui importo non può essere riconducibile a *distribuzioni* di parte delle *riserve* della nostra banca centrale.

Analogamente, la normativa stabilisce puntualmente le modalità d'intervento consentite ai partecipanti con riferimento ai profili gestionali dell'ente.² Più in particolare, ad essi è rimessa l'approvazione del bilancio ed il potere di nomina di taluni organi dell'Istituto; proposizione disciplinare che - letta in unione all'altra della determinazione quantitativa della partecipazione - lascia presumere una ridotta facoltà di incidere concessa ai singoli quotisti.

È evidente, pertanto, che il legislatore ha inteso tutelare in modalità compiute la posizione della Banca d'Italia, definendo uno *status* giuridico dei

¹ Cfr. MINERVINI, *La Banca d'Italia, oggi*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, I, pp. 619 ss.; MONTI, *La rivoluzione in tre righe di Banca d'Italia*, in *Mercato concorrenza regole*, 2006, pp. 315 ss.

² Superando, dunque, l'incompiuta riforma promossa dalla legge n. 262 del 2005; cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006, I, pp. 125 ss.; ID., *La valutazione della "partecipazione" nel capitale della Banca d'Italia alla luce dei principi contabili internazionali IAS-IFRS*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, I, pp. 531 ss.; FERRO - LUZZI, *La ridefinizione dell'assetto proprietario della Banca d'Italia*, in *Rivista di diritto societario*, 2010, I, pp. 292 ss.

partecipanti che ne salvaguarda la indipendenza economica e la discrezionalità amministrativa della sua azione, caratteristica riconosciuta alle banche centrali a far tempo dalle prime formulazioni teoriche per queste elaborate dalla dottrina.

Per converso, non può sottacersi che la chiara ammissione di soggetti privati all'assunzione di quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia (qual è quella al presente prevista dalla legge n. 5 del 2014) riconferma l'esigenza di ricondurre ai soggetti dell'ordinamento del credito il compito di controllo/riscontro dell'*agere* dell'Istituto, innovando peraltro le modalità attraverso cui realizzare tale obiettivo.

Ed invero, il ridimensionamento dell'ammontare della partecipazione previsto dal legislatore sembra preordinato allo scopo di coinvolgere un'ampia sfera di soggetti bancari disposti ad acquistare le quote. In prospettiva, si delinea una realtà caratterizzata da una ingente presenza di quotisti che - ove mai la segmentazione del capitale dovesse assumere proporzioni molto significative - tradurrebbe l'assemblea dei partecipanti in un centro (ad ampia diffusione) per la valutazione delle tecniche gestionali adottate dalla Banca d'Italia.

In tale contesto, sembra trovi adeguata conferma l'assunto formulato alcuni decenni or sono da un esponente della Banca d'Italia, che in quest'ultima ebbe a ravvisare un «ente esponenziale del settore creditizio».³ In una diversa ottica, può dirsi che si rende configurabile una sorta di *controllo democratico* sull'Istituto ad opera di soggetti che costituiscono parte inte-

³ Cfr. DE VECCHIS, *Commento sub art. 21 l.b.*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, Milano, 1990, t. I, p. 211

grante e maggioritaria dell'ordinamento finanziario italiano.⁴

2. Particolarmente significativa, nel contesto della *riforma* del capitale della Banca d'Italia, è la riferibilità al mercato delle quote di partecipazione. La normativa, al riguardo, non parla espressamente di «mercato», peraltro prevedendo la possibilità per la Banca d'Italia di acquistare dagli attuali titolari le quote del proprio capitale eccedenti il limite massimo del 3% di quest'ultimo; acquisto cui dovrà far seguito una rivendita delle stesse a soggetti aventi i requisiti previsti dalla legge n. 5/2014 (per primo, quello della *italianità* cui si accompagna l'appartenenza ad una delle categorie ivi elencate).

Tale forma di regolazione rievoca logiche disciplinari che dovrebbero essere superate dalla attuale configurazione del «mercato», quale risulta dalle variegate disposizioni di normativa primaria e secondaria che a questo ultimo fanno riferimento.⁵ In particolare, non sembra che ricorrano i presupposti per l'affermazione degli interessi espressi dal mercato. Ci si riferisce alla possibilità di pervenire ad un equilibrio ottimale tra le numerose parti negoziali che in esso si incontrano, equilibrio che - com'è noto - ricorre nei sol casi in cui dette parti sono messe «in grado di combattere ad armi pari», come ho sottolineato in altre occasioni.⁶ Tuttavia, a ben considerare, si versa in presenza di forme operative che riflettono un consolidato orientamento normativo, concernente la scelta di *come* disciplinare il mercato in vista della defini-

⁴ Cfr. DELLA CANANEA, *Una riforma perversa: l'autonomia della Banca d'Italia e la l. 262/2005*, in *Il diritto dell'economia*, 2007, pp. 205 ss.; ID., *L'autonomia della Banca d'Italia dopo la "riforma" del 2005*, in *Quaderni costituzionali*, 2006, pp. 785 ss.

⁵ Cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, pp. 67 ss., nonché DRAGHI, intervento in AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999, pp. 91 ss. e LIBONATI, *Scritti giuridici*, Milano, 2013, p. 615

⁶ Cfr. ALPA, *Manuale di Diritto Privato*, Padova, 2007, p. 13

zione di regole ottimali per un mercato efficiente.

Sicché può dirsi che - nonostante un'apparente discrasia rispetto agli ordinari criteri cui è informato il complesso dispositivo *in subiecta materia* - ricorrono nella fattispecie i presupposti che consentono una circolazione delle quote conforme ai canoni ordinatori che nel diritto privato si ricollegano alle modalità di scambio degli strumenti finanziari.

Resta ferma, tuttavia, la *specificità* di tale mercato, che - come si è detto - risulta circoscritto da «barriere all'entrata», identificate in base a criteri che non tengono conto di elementi di qualificazione soggettiva, se non per quanto concerne l'inquadrabilità degli acquirenti in determinate categorie professionali e la riconducibilità dei medesimi in un ambito di pertinenza domestico.

È evidente, peraltro, come tale particolarità del mercato delle quote operi una delimitazione della domanda che, inevitabilmente, si risolve in una contrazione delle aspettative di coloro che potrebbero esser interessati al loro acquisto. Ancora una volta, siamo in presenza di regole che sembrano contraddire gli interessi pubblici sottesi alla realtà di mercato, a fronte di una tutela corporativa dell'interesse degli appartenenti al settore del credito a non veder segmentato e disperso tra un pubblico indiscriminato titoli cui si ricollega, sia pure in modalità indiretta, la possibilità di interagire sulla gestione della Banca d'Italia.

Inoltre, la normativa non precisa se il prezzo cui la Banca d'Italia è legittimata ad effettuare gli acquisti di quote del proprio capitale possa esser inferiore a quello del loro valore nominale (*i.e.* 25'000 euro). È evidente che sembra lasciata alla valutazione dell'Istituto la determinazione del prezzo a cui effettuare gli acquisti, pur fissandosi per quest'ultimo un *cap* volto ad impedire determinazioni di prezzo superiori al menzionato valore nominale (art.

3, comma 6, dello Statuto della Banca d'Italia approvato nel dicembre 2013). La circostanza, poi, che tali operazioni sono effettuate previa autorizzazione del «Consiglio Superiore con il parere favorevole del Collegio Sindacale» potrebbe far intendere che le medesime siano riconducibili a detti organi della banca centrale, competenti a rilasciare il provvedimento abilitativo di loro competenza per quanto concerne l'applicabilità dei prezzi da praticare nelle diverse fattispecie.

Da qui, il clima di incertezze che caratterizza la regolazione in esame, per la quale sarebbe stata invece necessaria la presenza di inequivoche prescrizioni normative che non dessero adito a dubbi in sede di loro applicazione.

Significativo aspetto del mercato delle quote è quello relativo alle negoziazioni poste in essere dai titolari delle partecipazioni di ammontare contenuto nel menzionato limite del 3%, i quali decidano - per le più diverse motivazioni - di alienare la loro quota in parte o, in casi limite, nella sua interezza. Al riguardo, la legge n. 5/2014 non fornisce indicazioni precise, lasciando dunque nel «vago» vuoi le modalità delle contrattazioni, vuoi la stessa possibilità di considerare pienamente consentite le vendite di cui trattasi.

Il silenzio del regolatore su tale particolare profilo della materia in esame non sembra possa incidere negativamente sul libero esercizio del diritto dei partecipanti di rinunciare a loro *status* di quotisti previa vendita dei titoli di loro proprietà. La legittimazione ad intervenire sul mercato delle quote non impedisce, per altro, di valutare criticamente l'assoluta mancanza di puntuali regole al riguardo; carenza che si riflette sulla impossibilità di assicurare la presenza di meccanismi destinati a tener fermi i criteri disciplinari che il nostro legislatore ha previsto in via generale per la corretta e regolare for-

mazione dei prezzi di mercato.⁷ In altri termini, dovendosi nella fattispecie ipotizzare che gli scambi si svolgano unicamente su basi bilaterale, non si rinvengono le garanzie (corretta informativa, pubblicizzazione dei rapporti, ecc.) che - nel nostro ordinamento finanziario - tutelano gli operatori e danno stabilità ed equilibrio al mercato dei capitali.

È ben vero che la legge n. 5/2014 ha posto sotto la diretta guida e responsabilità della Banca d'Italia lo svolgimento di tutto quanto concerne lo scambio delle quote di partecipazione in parola. Peraltro, è altrettanto vero che detta autorità non è investita dalla normativa di specifiche funzioni preordinate alla vigilanza sulle negoziazioni di cui trattasi; per essa, infatti, è previsto unicamente l'obbligo di agire seguendo «modalità tali da assicurare trasparenza, parità di trattamento» al fine di salvaguardare il proprio patrimonio (art. 4, comma 6).

Se ne deduce che il legislatore ha inteso disciplinare solo le forme operative che fanno capo alla nostra banca centrale e non anche quelle eventualmente poste in essere dagli attuali titolari di quote non eccedentarie rispetto all'ammontare fissato dalla legge (3%). Tale opzione normativa - che non è di certo mitigata dall'altra previsione riguardante l'obbligo, imposto alla Banca d'Italia di riferire «annualmente alle Camere in merito alle operazioni di partecipazione al proprio capitale» (art. 4, comma 6 *bis*) - segna un ulteriore limite della regolazione, questa volta *forse* più rilevante rispetto agli altri esaminati in precedenza.

Sulla base di quanto precede sorge il dubbio che le lacune della legge n. 5/2014 in ordine alla possibilità di verifiche sullo svolgimento della cennata attività di mercato (*rectius*: scambio di quote) - e, dunque, la antinomia

⁷ Cfr. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela del risparmio*, in AA.VV., *I contratti del risparmiatore*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, pp. 259 ss.

formulazione del complesso dispositivo di cui trattasi - legittimino l'aspettativa di più compiute forme di vigilanza *in subiecta materia*, da demandare alla CONSOB, istituzionalmente competente in tema di strumenti finanziari. e' appena il caso di ricordare . la quale che quest'ultima, ai sensi dell'art. 91 tuf., «esercita i ...(propri)... poteri ... avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali».

3. Le considerazioni fin qui esposte trovano adeguato compendio nel riferimento ai contenuti normativi delle modifiche recate al previgente statuto della Banca d'Italia, approvato nel 2006.

Si prescinde in questa sede da considerazioni in ordine alla circostanza segnata dalla sorprendente tempistica che, nella fattispecie, ha contraddistinto il varo di tali modifiche, avvenuto in tempi antecedenti alla conversione in legge del d.l. 133 del 2013; tempistica che - a tacer d'altro - pone dubbi con riguardo alla possibilità del legittimo utilizzo della decretazione di legge qualora in relazione a quest'ultimo vengano giustificati provvedimenti normativi assunti anteriormente al momento delle verifiche parlamentari connesse alla procedura di conversione del decreto.

Sembra utile, invece, soffermarsi su talune determinazioni, le quali sembrerebbero contrastare un principio cardine posto a fondamento della posizione istituzionale della Banca d'Italia; principio da quest'ultima richiamato in un provvedimento da essa emanato in occasione della rivalutazione del suo capitale.⁸ In particolare, si ha riguardo ad un'affermazione contenuta nel documento testé menzionato, nella quale si precisa che l'istituto «svolge

⁸ Ci si riferisce alla nota *Conseguenze per la Banca d'Italia della legge 29 gennaio 2014, n. 5*, del 3 febbraio 2014

funzioni pubbliche su cui nessun soggetto privato mai ha potuto, né mai potrà, esercitare alcuna influenza».

Tale assunto, confermato dalla disposizione statutaria concernente i poteri dell'Assemblea (art. 6, comma 2) - la quale «non ha alcuna ingerenza nelle materie relative all' esercizio delle funzioni pubbliche attribuite dal Trattato, dallo Statuto del SEBC e della BCE, dalla normativa dell'Unione europea e dalla legge alla Banca d'Italia o al Governatore per il perseguimento delle finalità istituzionali» - sembra, infatti, contraddetto dalla formulazione delle statuizioni successive nelle quali sono disciplinate le prerogative del Consiglio Superiore (cui spettano compiti di gestione e la nomina del Direttore generale e dei Vice Direttori generali) (art. 18) e dello stesso organo assembleare, cui compete l'approvazione del bilancio dell'Istituto (art. 7).⁹

Orbene, si è in presenza di un complesso dispositivo di portata tale da non escludere la possibilità di ingerenze da parte dei *quotisti* sulle determinazioni della Banca d'Italia. Ed invero, gli interventi a questi ultimi consentiti sono in grado di interagire anche sulle modalità di svolgimento delle funzioni proprie dell'istituto (si pensi all'ipotesi di una politica gestionale fondata sul taglio dei costi e, dunque, sulla capacità espansiva e di aggiornamento del personale, la cui qualificazione tecnica costituisce ineludibile presupposto per un corretto esercizio della supervisione bancaria).

Sotto altro profilo, va poi tenuto presente che, in sede di approvazione di bilancio, i titolari delle quote di partecipazione al capitale, pur non essendo legittimati ad interferire in alcun modo sulle funzioni pubbliche dell'ente, tuttavia - come è dato evincere dagli accadimenti del passato - finiscono, sul piano delle concretezze, con l'esprimere valutazioni (*rectius*: giudizi) che in-

⁹ Cfr. *Parere della Banca Centrale Europea del 27 dicembre 2013 relativo all' aumento di capitale della Banca d'Italia* ove le finalità del d.l. sottoposto all'attenzione della BCE sono valutate in base al principio dell'indipendenza finanziaria a base del SEBC.

vestono l'agere complessivo dell'istituto. Pertanto, può dirsi che l'approvazione del bilancio si risolve, sia pur indirettamente, in una sorta di approvazione di tutta l'attività svolta dalla Banca d'Italia, ivi compresa quella relativa alle sue funzioni istituzionali.

È questa una prospettiva d'indagine sulla quale ritengo dovranno soffermarsi gli studiosi e la stessa Banca d'Italia, dovendosi al riguardo considerare che - nel mutato contesto giuridico in cui oggi si svolge l'azione di vigilanza bancaria (vale a dire secondo le modalità previste dal *Single Supervisory Mechanism*) - non appare del tutto peregrina l'ipotesi di partecipanti i quali, sentendosi finalmente liberi da qualsivoglia tipo di condizionamento, abbandonino l'atteggiamento consolidato negli anni passati di supina acquiescenza alle affermazioni contenute nelle *Relazioni finali* del Governatore.¹⁰

Guido Alpa

*Ordinario di Diritto Privato
nell'Università La Sapienza di Roma*

¹⁰ Cfr. MERUSI, *Banca d'Italia ed evoluzione costituzionale. Le relazioni annuali del Governatore come "annali della Repubblica"*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2005, pp. 883 ss.

LA GOVERNANCE BANCARIA TRA INTERESSI D'IMPRESA E REGOLE PRUDENZIALI*.

ABSTRACT: *This paper analyses banking governance taking into account both company's interests and prudential regulation. The focus on European regulatory framework and Italian rules allows to show the peculiarities of the intermediaries. This is why the goal of this regulation is the soundness of banks' activity and the transparency of their management policies. In particular, this research shows that the role of the board of directors and the board of auditors have been clarified by these rules, highlighting the importance of a consistent remuneration policy able to avoid risks. In conclusion, the analysis of the European and Italian legal framework does not dispel the doubt that an abuse of the new rules can preserve a link between politicians and finance. On the other hand, we can argue that a good corporate governance could be a measure to overcome the difficulties of the third millennium.*

SOMMARIO: 1. Realtà d'impresa e *governance* societaria. - 2. La specificità della *governance* bancaria. - 3. *Segue:* sua collocazione nella realtà di mercato. - 4. Contenuti del complesso disciplinare: in generale. - 5. *Segue:* obiettivi degli organi con funzione di amministrazione e di controllo. - 6. *Segue:* i limiti delle retribuzioni degli esponenti bancari. - 7. *Segue:* la prevenzione dei rischi e gli apparati di monitoraggio. - 8. La *governance* bancaria di fronte ai condizionamenti della politica. - 9. Conclusioni.

* Si riproduce, con alcune modifiche ed integrazioni, il testo di una relazione tenuta al convegno «Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito», Università Ca' Foscari, Venezia, 9-10 maggio 2014.

1. Da tempi lontani la dottrina giuridica ed economica è orientata alla identificazione di formule organizzative di 'alta qualità', che consentano di correlare l'attività di gestione dell'impresa al perseguimento del benessere degli *stakeholders*, primi fra tutti gli azionisti.¹ Al riguardo, è stata evidenziata la centralità da ascrivere ai meccanismi di *corporate governance* ai fini di una corretta interpretazione del contesto sociopolitico nel quale questi ultimi si collocano; ne è conseguita una particolare attenzione per l'analisi degli strumenti, dei metodi e degli assetti organizzativi, nonché del quadro normativo di riferimento, elementi sulla base dei quali l'impresa determina e persegue i propri obiettivi.²

Naturalmente, la prospettiva di ricerca appare diversificata in relazione alla specificità degli enti in osservazione ed alla complessità delle situazioni di tempo in tempo vissute dalle aziende. Alla base di tale realtà si rinvencono non solo le differenti caratteristiche dei modelli di *corporate governance* derivanti dal sostrato politico-normativo ai medesimi sotteso, ma anche le diversità esistenti fra i paesi di *common* e *civil law*, che permangono tuttora nonostante la crescente omogeneità dei complessi disciplinari vigenti sostenuta dall'intenso processo di globalizzazione in atto.

L'esistenza di un complesso di 'buone' relazioni tra il *management* della società, gli azionisti e gli altri *stakeholders* - nel dare contenuto alle indagini sulla *corporate governance* societaria - è assunto a presupposto di ogni verifica sul raggiungimento della *performance* imprenditoriale.

¹ Per tutti si veda AA.VV., *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, a cura di McCahery, Moerland, Raaijmakers, Renneboog, Oxford, 2002, e in particolare l'introduzione al volume di MCCAHERY e RENNEBOOG, p.1; nonché MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008, *passim*, e CHEFFINS, *The history of corporate governance*, University of Cambridge, Working paper no. 54, dicembre 2011, *passim*.

² Cfr. tra gli altri MARK, *Realms of choice: finance capitalism and corporate governance*, in *Columbia Law Review*, 1995, p. 973; CHEFFINS, *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, ERSC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 172, 2000.

Ed invero, costituisce un dato di comune interesse l'accertamento della congruità dell'attività svolta dagli organi aziendali (amministrativi e di controllo) rispetto alle linee gestionali da seguire (individuate dall'organo con funzione di indirizzo strategico) ed alla normativa di riferimento. Trattasi di accertamenti che si compendiano essenzialmente in stime riguardanti la forma organizzativa dell'ente stesso e, in particolare, la presenza di adeguati elementi di bilanciamento al suo interno (ad esempio: tra amministratori esecutivi e non esecutivi e indipendenti); in essi viene, altresì, preso in considerazione il funzionamento delle regole e dei controlli volti a ridimensionare i cd. benefici privati di cui possono godere i *manager* ovvero gli azionisti di maggioranza (a discapito, rispettivamente, degli azionisti tutti ovvero di quelli di minoranza).

Tali aspetti fondanti della realtà aziendale - seppur con le differenziazioni dovute al cambiamento dei tempi e del contesto di riferimento - hanno guidato l'indagine nell'identificazione di forme strutturali e governo societario ottimali. Più in particolare, rileva la convergenza, riscontrabile sul piano epistemologico, verso studi che consentano di mettere a fuoco i profili tecnici del binomio cognizione/esecuzione, posto a base dell'operatività di qualsivoglia tipo d'impresa. La ricerca si è orientata, quindi, verso gli elementi caratterizzanti l'impianto disciplinare posto a presidio della materia, approfondendo soprattutto i temi concernenti la gestione e il controllo dei rischi (avendo riguardo alle ovvie ricadute sugli aspetti patrimoniali dell'ente). Ne è conseguita la configurabilità di una complessa problematica che, in alcune tipologie societarie come quelle bancarie, denota peculiare significato, essendo in tali fattispecie coinvolti interessi pubblici, che il legislatore di alcuni paesi ha ritenuto meritevoli di tutela anche a livello costituzionale.

2. Volendoci soffermare in questa sede sulla *governance bancaria*, va su-

bito detto che la specificità del regime disciplinare di quest'ultima è fondata sul fatto che gli intermediari finanziari svolgono una funzione particolare nel processo economico, che è inevitabilmente condizionato dalla loro azione; da questa centralità consegue l'importanza che *in subiecta materia* riveste l'analisi delle forme tecniche assunte da tale categoria di enti.

Da tempi lontani la teoria economica ha, infatti, dimostrato che la combinazione tra *risparmio, investimento e reddito* - pilastri di una formula di produttività e crescita felicemente sperimentata a partire dalla rivoluzione industriale inglese - si avvale dell'azione d'intermediazione che rende possibile la traslazione di risorse dai centri di formazione del risparmio a quelli di impiego del medesimo, incidendo sul corretto funzionamento dei mercati.³ All'attività delle banche è rimessa, pertanto, la possibilità di realizzare obiettivi che travalicano, sempre, gli interessi imprenditoriali delle banche stesse e, spesso, gli interessi dei depositanti e degli azionisti.⁴

Sono evidenti dunque le ragioni per cui la struttura di tali enti, a livello normativo, appaia caratterizzata in funzione di un peculiare raccordo fra 'gestione' e 'controllo dei rischi'; ragioni riconducibili all'intento del regolatore di predisporre uno schema organizzativo idoneo, sul piano tecnico, a garantire la *stabilità* di tali soggetti. A base di siffatto orientamento disciplinare si rinviene, naturalmente, la consapevolezza di essere in presenza di un'attività che è in grado di riflettersi sulle complessive prospettive di crescita economica del paese, tenuto conto, tra l'altro, delle ripercussioni negative rivenienti da ipotizzabili

³ Cfr. tra gli altri ABEL - BERNANKE, *Macroeconomics*, 2005, pp. 130 ss.; SYLOS LABINI, *Torniamo ai classici*, Roma-Bari, 2005, pp. 35 ss.; EHNTS, *A Simple Model of a Currency Union with Endogenous Money and Saving-Investment Imbalances*, in *Berlin School of Economics and Law Working Paper No. 16* del 2012.

⁴ Cfr. per tutti LEMMA, *Etica e professionalità bancaria*, Padova, 2013, pp. 129-130 ove si precisa «l'utilità intrinseca dell'agere creditizio ...travalica il profitto individuale dell'impresa bancaria a favore dei più generali, benefici effetti realizzati per la collettività di riferimento».

situazioni di *mala gestio*.

Significativa sul punto appare la considerazione secondo cui, a seguito delle indicazioni comunitarie, la vigilanza pubblica viene orientata al controllo dei rischi delle banche per assicurarne la solvibilità.⁵ Al riguardo, rilevano alcune direttive (nn. 89/299/CEE e 89/647/CEE, nelle quali viene trasfuso con adattamenti l'accordo di Basilea del 1988 e n. 89/646/CEE, cd. seconda direttiva banche) che segnano l'abbandono dell'impianto interventistico pubblico basato su misure di tipo strutturale. In tale contesto, il paradigma imprenditoriale, a fondamento della nozione di 'attività bancaria', deve presupporre assetti di governo societario strettamente connessi alla impostazione *prudenziale* che contraddistingue la supervisione sugli appartenenti all'ordinamento creditizio.⁶

Conseguentemente, la costruzione disciplinare della *governance*, non potendo prescindere dal riferimento al complesso finalistico della 'vigilanza', dovrà aver riguardo alla realizzazione di un'operatività svolta secondo i canoni della 'sana e prudente gestione' e preordinata alla stabilità complessiva, all'efficienza ed alla competitività del sistema finanziario;⁷ essa è tenuta, pertanto, a conformarsi agli obiettivi individuati dalle autorità di vigilanza nello svolgimento di

⁵ Cfr. BRESCIA MORRA, *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, tomo I, pp. 303 ss.

⁶ Per quanto concerne l'ordinamento italiano cfr. MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012, p. 14; in precedenza CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001, p. 10; FERRO LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 2004, pp. 64 ss.

⁷ Cfr. MOTTURA P., *Modelli di governance e sana e prudente gestione*, Relazione tenuta all'ADEIMF (Associazione Docenti Economia Intermediari Mercati Finanziari), Bergamo, gennaio 2009.

Tale obiettivo è espressamente indicato dal legislatore italiano nell'art. 5, comma primo, tub, ove sono individuate le finalità dell'azione di vigilanza previo riferimento a principi che assicurino, per l'appunto, la «sana e prudente gestione» degli appartenenti al settore, la libera competitività, la serietà (sotto il profilo patrimoniale) delle iniziative e l'assunzione di modalità organizzative adeguate; cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 5 tub*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2012, tomo I, pp. 49 ss.

un'efficace supervisione sul settore.⁸

Più in particolare, necessita che il regolatore - nella realizzazione di fini microeconomici (correlati alla specificità aziendale di soggetti inseriti ed operanti in un contesto di mercato) - dia conto dell'intrinseca mutevolezza che è dato riscontrare nelle variegate fattispecie presenti in ambito bancario. Da qui la peculiarità dell'intervento pubblico, sempre più orientato verso forme di controllo fondate su analisi 'costi benefici' e su valutazioni d'impatto quantitativo, indispensabili per una compiuta valutazione delle reali condizioni degli intermediari;⁹ tecnica di monitoraggio, quest'ultima, cui si aggiungono, a seguito della recente crisi finanziaria, interventi di natura macroprudenziale, qualificati da un'attenta dottrina «as a new approach... for adopting the more transformative remains open».¹⁰

Pertanto, nella regolazione della materia, s'impone l'esigenza di adattare i principi disciplinari validi per la generalità delle imprese alla specificità delle banche, secondo un criterio ordinatorio che, in base alle considerazioni qui esposte, induce a non circoscrivere il perimetro delle valutazioni relative alla *corporate governance* bancaria alla sola sfera degli interessi degli azionisti. La riferibilità a un moderno contesto di mercato - unitamente agli effetti del complesso delle relazioni svolte all'interno delle strutture societarie - consente, infatti, di superare la visione di una *governance* legata alla posizione dei *sol*i detentori della proprietà e, dunque, dimensionata sull'esercizio del controllo societario. Da qui la necessità di escludere interpretazioni della realtà aziendale che ne ipotizzino una funzionalità limitata alla massimizzazione del valore azionario, inteso soprattutto come valore attualizzato dei ritorni attesi per il futu-

⁸ Cfr. GOODHART, *The Organizational Structure of Banking Supervision*, in *FSI Occasional papers*, n. 1, 2000.

⁹ Cfr. OECD, *Guiding Principles for Regulatory Quality and Performance*, 2005.

¹⁰ Cfr. ANDENAS and H-Y CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulation*, Routledge, London and NewYork, 2014, *Introduction*, p. 14.

ro.¹¹

Inoltre, su un piano esegetico non può trascurarsi di considerare che l'attività delle banche, pur riflettendo la *neutralità* della «fattispecie impresa», come in passato fu sottolineato da un'autorevole dottrina,¹² è orientata (nelle sue concrete esplicazioni) al conseguimento di interessi pubblici, come testé si è precisato. Si giustificano, per tal via, le deroghe alle regole comuni e la compressione dell'autonomia statutaria di tali enti, evidenziata in letteratura,¹³ pur restando ferma la peculiarità del rapporto tra «attività ed organizzazione», a base della realtà d'impresa. Nel contempo, si comprende la ragione per cui le componenti di tale rapporto, nelle dinamiche del mercato, assumono una specificità legata vuoi alle scelte organizzative (preordinate al conseguimento della redditività aziendale), vuoi alla presenza dei controlli amministrativi sottesi alla tutela degli interessi pubblici che caratterizzano la materia finanziaria.

Ciò posto, è evidente come l'articolazione della *governance* delle banche assurga ad ineludibile presupposto della stabilità aziendale, nei termini dianzi precisati. Ed invero, i criteri ordinatori delle forme di amministrazione e controllo delle nostre istituzioni si configurano necessariamente correlati al 'sistema di presidi organizzativi', imposti dalla normativa speciale per la regolarità della gestione e, più in generale, per il conseguimento degli equilibri complessivi del settore. In tal senso orienta soprattutto la previsione di regole societarie (riscontabile soprattutto in ambito europeo) volte ad introdurre efficaci misure di protezione dai rischi, i quali - ove non adeguatamente presidiati - possono inficiare

¹¹ Sulla opportunità di riguardare la funzione della *governance* non solo sotto il profilo economico cfr. AOKI, *Corporations in evolving diversity. Cognition, governance, and institutions*, New York, 2010, pp. 1 ss, ove viene rappresentata la contrapposizione tra i diversi paradigmi di *governance*.

¹² Cfr. OPPO, *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, I, pp. 591 ss.

¹³ Cfr. CERA, *op. cit.*, p. 9

non solo «l'oggettività e l'imparzialità delle decisioni» strategico-operative assunte dalle banche (*i.e.* compimento di determinate transazioni, allocazione delle risorse finanziarie, concessione dei finanziamenti, etc.),¹⁴ ma anche il corretto andamento dell'intero ordinamento finanziario.

Può dirsi, pertanto, che l'impianto del governo societario nel settore del credito è strumentale al corretto esercizio dell'attività bancaria. Tale impianto si riflette sulla determinazione dei piani strategici e degli obiettivi aziendali (cui si ricollega la scelta di particolari forme organizzative), come pure sulle modalità di gestione delle operazioni correnti. Ed invero, il regolare svolgimento delle funzioni assegnate dal complesso disciplinare agli organi amministrativi e di controllo si pone a base della possibilità di creare valore e produrre reddito, assumendo a fattore primario nella realizzazione del *core business* della società bancaria.

Sicché, la gestione bancaria diviene fattore primario di valutazione per l'accertamento dell'osservanza del criterio della 'sana e prudente gestione'; ad essa necessita far riferimento nelle verifiche relative all'adozione di misure e linee comportamentali idonee ad assicurare la stabilità e la continuità stessa della impresa.

La responsabilità degli organi aziendali è, infatti, garanzia di un *equilibrato* svolgimento dei compiti e dei poteri ai medesimi assegnati; consente alla società bancaria di assolvere alle prescrizioni poste a salvaguardia del bilanciamento degli interessi pubblici e privati, che - come si è detto - ne caratterizzano l'essenza.

Da qui una prima conclusione: le conoscenze dei soggetti che compongono gli organi aziendali, l'indipendenza sia individuale degli esponenti sia

¹⁴ Si esprime in tali termini il documento di seconda consultazione della Banca d'Italia in materia di «Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati», maggio 2010, pp. 6 ss.

dell'ente creditizio (tale da garantirne la sottrazione a pericolosi condizionamenti, quand'anche inconsapevoli), la dinamica dei flussi informativi, la trasparenza nei confronti di tutti gli *stakeholders* sono parte significativa del contenuto disciplinare delle regole di settore. A fondamento di queste ultime v'è, infatti, l'intento di preservare l'osservanza di criteri gestionali che assicurino l'adeguatezza dei processi decisionali ed operativi, sottraendoli al *laissez faire* talora rimesso alla struttura interna degli enti. Ciò nella convinzione - condivisibile soprattutto alla luce degli insegnamenti della recente crisi finanziaria - che il mercato non sempre è in grado di utilizzare in chiave positiva le libertà ad esso concesse dalla legge e dai supervisori.

3. Sulla base di quanto precede è evidente come la disciplina della *governance* applicabile agli enti creditizi debba essere considerata una sorta di specificazione di quella disegnata per la totalità delle imprese. La possibilità di sovrapposizioni (e di giustificabili rinvii alla normativa generale che connota la regolazione di cui trattasi) sono dovute essenzialmente a differenze di «declinazione» e non di genere.¹⁵ Ciò, in costanza di un processo che ravvisa nel diritto comune un 'laboratorio di regole strutturali', destinate in prospettiva ad applicarsi a varieguate tipologie d'imprese.

Inoltre, nel delineare il contesto dispositivo oggetto d'esame, non può omettersi di sottolineare che su di esso, negli ultimi lustri, hanno interagito fenomeni variegati, per certi versi convergenti nell'accentuare la specificità dei modelli di organizzazione e governo societario delle banche. Ci si riferisce, in particolare, alla *globalizzazione*, alla tendenza verso la *finanziarizzazione* dell'economia e l'*autoreferenzialità* del mercato, nonché alle implicazioni negative della recente *crisi finanziaria*.

¹⁵ Cfr. MASERA, *La Corporate Governance nelle banche*, Bologna, 2006.

E' noto come l'intenso processo di globalizzazione che da alcuni decenni sta interessando il pianeta, imponendo all'attività economico finanziaria di superare i confini nazionali, abbia segnato una apertura all'interconnessione tra numerose realtà aziendali, producendo i propri effetti, tra l'altro, sulla *corporate governance* delle imprese (in special modo bancarie).¹⁶ Si sono rese necessarie, quindi, opportune trasformazioni del quadro disciplinare di queste ultime, sì da consentire ad esse di supportare, attraverso adeguate modifiche strutturali, forme di sviluppo disancorate dal previgente localismo istituzionale tipico dei sistemi economici "chiusi" (vale a dire non protesi verso un' omogeneizzazione delle regole e delle prassi).

Viene, poi, in considerazione la tendenza (talora esasperata) alla *finanziarizzazione* dell'economia - vale a dire all'attivazione di forme operative disancorate da qualsivoglia riferimento al reale (essendo protese al perseguimento dei benefici rivenienti da un'altalenante variazione dei corsi dei titoli)¹⁷ - ed alla conseguente *autoreferenzialità* del mercato.¹⁸ Ad entrambe sono conseguite condizioni di sostanziale *debolezza* dei meccanismi giuridici praticati in ambito

¹⁶ Tra i numerosi lavori che analizzano il fenomeno della globalizzazione si ricordano REMBOUILLET, *La globalizzazione dell'economia*, Bologna, 1999; STIGLITZ, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002; ID., *La globalizzazione che funziona*, Torino, 2006; IRTI, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in Riv. dir. civ., 2003, 1, p. 625; GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; ESPOSITO, *Istituzioni economiche internazionali e governance globale*, Torino, 2009; Chiti, *Organizzazione europea ed organizzazione globale: elementi per una comparazione*, in Riv. trim. dir. pubbl., 2009, pp. 359 ss; CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione (contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in Riv. trim. dir. econ., 2010, I, pp. 1 ss; DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2012.

¹⁷ La finanziarizzazione indica il «peso», in termini relativi, del settore finanziario rispetto al complesso degli scambi produttivi di un paese. In particolare, il tasso di *finanziarizzazione* dell'economia è dato dal rapporto tra il complesso degli strumenti finanziari in circolazione in un determinato periodo (azioni, crediti, etc.) e il prodotto lordo di un singolo paese o dell'economia mondiale; tale rapporto è alla base della relazione esistente fra la sfera della finanza e quella della produzione, modulando i termini della connessione esistente tra le medesime.

¹⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *Ordine giuridico e processo economico nell'analisi di Law and economics*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, a cura di Pellegrini, Padova, 2012, p. 3.

finanziario, con ovvia incidenza sulla definizione degli assetti organizzativi e societari degli intermediari bancari; è divenuta, pertanto, urgente la necessità di attivare schemi organizzativi idonei a ripristinare la *fiducia* nel sistema finanziario, nonché nella funzione intermediatrice delle banche e dei mercati.

Da ultimo, va tenuto presente che ulteriori istanze alla modifica degli assetti interni e di governo societario degli enti creditizi sono conseguenza delle difficoltà recate al sistema imprenditoriale dalle *turbolenze finanziarie* sviluppatesi a partire dall'anno 2007. La *crisi* (che a queste ultime ha fatto seguito) - nell'evidenziare le inadeguatezze degli apparati organizzativi previsti dalle regolazioni nazionali, caratterizzate da significative differenziazioni tra i diversi paesi UE - ha sollecitato, quindi, l'esigenza di superare gli ostacoli ad una ripresa economica pronta ed efficace.¹⁹ Ne è derivata un'attenta riflessione sul «grado di resistenza» dei modelli teorici e dei sistemi praticati di *corporate governance*, messi a dura prova dalla realtà fattuale;²⁰ ad essa ha fatto riscontro la proposizione di interventi disciplinari volti a tener conto dei limiti funzionali insiti nei pregressi modelli ordinatori e l'avvio di un processo di modifica non ancora concluso.

Risulta evidente come gli eventi traumatici degli ultimi anni siano divenuti, in tal modo, elemento catalizzatore per l'ottimizzazione dei meccanismi ordinatori delle imprese bancarie. Sicché, il recepimento (nel quadro regolamentare dei paesi della Unione) degli interventi normativi disposti in ambito europeo è

¹⁹Cfr. in particolare, DRAGHI, *Intervento a margine del 15° Convegno AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX*, Milano, 21 febbraio 2009, p. 17, ove si sottolinea la necessità di porre fra le priorità dei governi, delle autorità monetarie e di vigilanza, delle banche e degli operatori finanziari tutti, il ritrovamento della *fiducia* ormai persa e un sostegno decisivo «per uscire dal gorgo della crisi senza perdere di vista la sponda da raggiungere». Si veda anche OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages* (June 2009), in www.oecd.org 9 Marzo 2013.

²⁰ Cfr., tra gli altri, CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del libro «Saggi sulla metodologia della ricerca in economia»*, in *Economia italiana*, 2011, *passim*;

assurto a presupposto per un recupero di adeguati livelli di operatività aziendale e di un miglioramento delle forme di cooperazione internazionale, cui risultano protesi gli sforzi di numerosi Stati membri.

Si delinea un quadro normativo nel quale, come è stato puntualmente sottolineato in dottrina, i «regulators are attempting to challenge aspects of business that are contrary to the public interest»; donde l'esigenza di identificare il limite di ciò che può essere raggiunto facendo finanza «without overly interfering with the freedom to generate wealth».²¹

4. Alla luce di quanto precede si spiega l'interesse del regolatore europeo per la definizione di un complesso disciplinare unitario di *governance* bancaria, applicabile agli enti creditizi dell'UE. Tale interesse è risalente nel tempo, ma si è accentuato nell'ultimo lustro a seguito dei richiamati eventi di crisi;²² da qui la riferibilità a criteri ordinatori di ampia portata, che associano alla regolazione delle forme di amministrazione e controllo l'introduzione di innovazioni normative concernenti materie (assetto proprietari, parti correlate, ecc.) connesse con il perseguimento di politiche di buon governo societario.

E' con l'emanazione della direttiva n. 2006/48/CE che il regolatore europeo - aggiornando la normativa preordinata alla realizzazione del mercato bancario interno (direttiva 2000/12/CE) - formula puntuali suggerimenti al fine di «adottare» opportune tecniche di misurazione dei rischi (*considerando* n. 38 e seguenti) e prevede la adozione da parte dei soggetti creditizi «di strategie e processi che consentano loro di valutare e di conservare l'adeguatezza del loro capitale interno» (*considerando* n. 53), migliorando al contempo «l'organizza-

²¹ Cfr. ANDENAS e H-Y CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulation*, cit., p. 359.

²² Cfr. in particolare BAXTER ed altri, *Enterprise Risk Management Program Quality: Determinants, Value Relevance, and the Financial Crisis*, (July 2012), in ssrn.com; BODNAR e altri, *Managing Risk Management*, (March 2011), in ssrn.com.

zione interna della loro gestione» (*considerando* n. 62).

Ai criteri di massima testé richiamati si ispira la chiara previsione dell'art. 22 della direttiva in parola nella quale si demanda alle competenti autorità degli Stati membri il compito di imporre agli enti creditizi la dotazione di «solidi dispositivi di governo societario», vale a dire una struttura organizzativa «con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, di processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei rischi». Si è addivenuti, in tal modo, alla definizione dei criteri ordinatori di una *governance* bancaria rispondente alle esigenze poste dalla complessità dell'*agere* finanziario; naturale postulato di questa costruzione organizzativa è la realizzazione di «adeguati meccanismi di controllo interno, ivi comprese valide procedure amministrative e contabili», cui fa riferimento la disposizione in esame.²³

Da segnalare, peraltro, che le modalità con cui i pubblici poteri intervengono nei diversi paesi appaiono differenziate, anche se esse convergono verso il comune obiettivo di impedire agli intermediari di essere travolti dai «fallimenti del mercato». All'azione di *salvataggio*, attuata in alcuni paesi nella forma della nazionalizzazione,²⁴ fa riscontro in altri la predisposizione di *fondi pubblici* finalizzati all'acquisto di titoli tossici, di banche e società finanziarie (ci si riferisce alla legislazione di emergenza statunitense che ha previsto la possibilità per il Tesoro di acquisire direttamente azioni di banche e società finanziarie).²⁵

In Italia le iniziative assunte dal Governo mirano ad arginare, con misure applicabili fino al 31 dicembre 2009, il rischio (in cui versano alcune banche) di

²³ In linea con tali indicazioni il regolatore italiano è intervenuto, nel 2008, con alcuni significativi provvedimenti preordinati all'obiettivo di riordinare il rapporto tra amministrazione e controllo, nonché di fissare idonei presidi per la prevenzione dei rischi, cfr. *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario della banche*, Circolare n. 264010 del 4 marzo 2008.

²⁴ E' il caso, ad esempio, della banca *Northern Rock* nazionalizzata in Gran Bretagna con il *Banking [Special Provisions] Act 2008*.

²⁵ Cfr. *Treasury Announces TARP Capital Purchase Program Description*, Ottobre 2008.

incorrere in situazioni di *default*. Ci si riferisce all'emanazione del d.l. 9 ottobre 2008, n. 155, contenente «misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori», convertito, con modificazioni, dalla legge 4 dicembre 2008, n. 190, ed integrato da altri provvedimenti normativi tra i quali rileva la legge n. 2 del 2009. Tale normativa appare orientata alla finalità di arginare le difficoltà in cui erano venute a trovarsi taluni enti creditizi a causa della crisi che, all'epoca, già faceva sentire i suoi effetti negativi. L'assenza di un disegno organico a base dell'azione del legislatore (che risulta condizionato da una logica di assoluta emergenza) unitamente all'introduzione di regole che incidono negativamente sui livelli di autonomia delle banche sono alla base di perplessità in ordine all'efficacia di tali rimedi; donde la valutazione critica dei medesimi, tradottasi in una sostanziale disapplicazione delle leggi sopra richiamate.

A ben considerare, può dirsi che in Italia la formazione delle regole - se, fino all'insorgenza della crisi, si è svolta secondo modalità di coerente supporto all'evoluzione dei processi - col dilagare delle turbolenze finanziarie, è stata orientata alla rimodulazione dei meccanismi di 'governo societario', rivelatisi inadeguati in presenza di condizioni operative critiche. Da qui la prescrizione di criteri strutturali rigorosi a base della *governance* aziendale, i cui tratti caratterizzanti si individuano essenzialmente nella proposizione di una più intensa dialettica interna tra gli organi (di governo e di controllo), nell'introduzione della figura dell'«amministratore indipendente» e nella definizione di particolari politiche remunerative.

Trova affermazione, quindi, una logica disciplinare nella quale è dato un giusto riconoscimento all'esigenza di assicurare condotte responsabili, orientate alla prevenzione dei rischi e alla predisposizione di presidi che garantiscano il perseguimento di criteri prudenziali. Non a caso un esponente dell'Organo di vi-

gilanza, commentando il provvedimento di normazione secondaria in materia adottato dalla Banca d'Italia nel marzo 2008²⁶, tenne a sottolineare che questo ultimo dedicava «particolare attenzione ... a compiti, poteri e responsabilità degli organi aziendali, alla struttura organizzativa (flussi informativi, assetto delle funzioni, remunerazioni), al sistema dei controlli interni».²⁷

L'intento disciplinare di assicurare condizioni di 'sana e prudente gestione' spiega la puntuale determinazione del *ruolo* e del *funzionamento* degli organi di amministrazione e controllo degli enti creditizi e, dunque, del rapporto tra detti esponenti e la struttura di appartenenza; donde la funzionalizzazione dell'attività di direzione e coordinamento al conseguimento di adeguate modalità di raccordo interno e, dunque, all'obiettivo della coerenza complessiva della compagine gestionale.

Va sottolineato, peraltro, che l'intento di superare i limiti del modello organizzativo in cui la *governance* bancaria aveva trovato espressione nel passato ha finito col tradursi in proposizioni che se, per un verso, assicurano maggior coesione funzionale tra gli organi aziendali (unitamente a più significative forme di trasparenza e correttezza dell'*agere*), per altro incidono sui livelli di autonomia di tali imprese, circoscrivendone talora la libertà decisionale. Sul punto rileva la normativa di vigilanza che - nel precisare i principi direttivi e le linee guida relativi agli assetti di governo e al sistema dei controlli - estende il raggio del suo intervento alla determinazione delle 'strategie aziendali'.

Pertanto, sul piano delle concretezze, ha trovato affermazione un complesso disciplinare che, nel recare indubbi vantaggi alla stabilità degli enti creditizi, interagisce (per certi versi ridimensionandola) sulla capacità d'intervento di

²⁶ Cfr. *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario della banche*, cit.

²⁷ Così TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, relazione al convegno su "Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance", organizzato da DEXIA Crediop (Roma, 6 giugno 2008).

questi ultimi, ora imponendo modifiche strutturali, ora precludendo talune forme operative, ora indicando la misura massima delle retribuzioni da corrispondere agli esponenti aziendali. E' questo il costo di una costruzione che si prefigge di chiarire le reali componenti della funzione di gestione, identificando i compiti, gli obblighi e le responsabilità di coloro che la esercitano!

5. L'equilibrio aziendale rappresenta il primo 'sub-obiettivo' che il regolatore individua per il perseguimento delle finalità sottese a tutta la disciplina di *governance*. Per garantire il suo raggiungimento, le norme - nel prescrivere una chiara ripartizione dei compiti e delle responsabilità - mirano ad evitare che un'eccessiva concentrazione di potere in capo a pochi soggetti, da un lato, ed un'impropria pletoricità degli organi aziendali, dall'altro, pregiudichino la corretta e pronta assunzione delle decisioni e, conseguentemente, il corretto funzionamento della banca. Entrambe queste situazioni, infatti, potrebbero fungere da vincolo alla dialettica interna, nonché alla delimitazione delle prerogative degli organi societari in apposite strutture organizzative (ad esempio: i comitati), come invece viene stabilito dalla normativa²⁸.

Il regolatore italiano si è orientato, quindi, per un verso, ad assicurare una compiuta corrispondenza tra l'esercizio delle funzioni di supervisione strategica e quelle di gestione (e, dunque, l'unitarietà degli organi a cui queste afferiscono), per altro a realizzare le condizioni affinché l'organo con funzione di controllo svolga efficacemente il proprio ruolo di *referente* dell'autorità di vigilanza bancaria (in linea con il disposto dell'art. 52 t.u.b). Le disposizioni in materia di 'governo societario', emanate dalla Banca d'Italia nel 2008, non lasciano dubbi

²⁸ La chiara differenziazione di compiti e responsabilità, infatti, appare preordinata - come opportunamente è stato sottolineato - ad un agevole svolgimento dei «processi decisionali, a evitare sovrapposizioni e conflitti di competenze, a promuovere e favorire la dialettica aziendale»; così, TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, cit.

in proposito, come è dato evincere dalla premessa del provvedimento normativo in parola, ove si precisa che esse hanno riguardo «all'esigenza di stabilire adeguate modalità di raccordo tra gli organi, le strutture e le funzioni aziendali... in special modo quelle ... di controllo».

Nell'organizzazione aziendale il governo societario si presenta solo apparentemente distinto dal controllo, laddove in realtà entrambi si integrano e concorrono al buon funzionamento dell'impresa bancaria; alla coordinata azione di tale binomio è affidata la garanzia di un'operatività improntata a canoni di efficienza, efficacia e correttezza. Ed invero, se le 'linee di indirizzo' segnate dall'organo con funzione di supervisione strategica devono orientare lo svolgimento dell'attività verso obiettivi di crescita (sostenibile), è altresì indubbio che il riscontro della regolarità amministrativa dell'operatività (e, più specificamente, delle forme di erogazione del credito) è rimessa alla 'incisività delle verifiche' disposte dall'organo con funzione di controllo; a quest'ultimo, le richiamate disposizioni della Banca d'Italia assegnano, inoltre, la responsabilità di vigilare sulla funzionalità del complessivo 'sistema dei controlli interni' (vale a dire, sul complesso delle attività poste in essere dalle apposite funzioni aziendali a ciò deputate).

Si è in presenza di una costruzione nella quale i vertici dell'impresa creditizia assumono un ruolo centrale nel definire gli assetti di governo societario, nell'ambito di una precisa individuazione delle specificità di ciascuna funzione (di cui si prevede la convergenza verso soluzioni organizzative ed operative nelle quali si hanno di mira le finalità della 'sana e prudente gestione' e della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso). Va da sé che - in coerenza con la normativa civilistica del modello di amministrazione e controllo adottato - le funzioni di supervisione strategica e di gestione potranno essere ricondotte all'azione unitaria dello stesso organo collegiale (il consiglio di amministrazione)

ovvero a quella del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione (come accade nel modello dualistico).

Ciò posto, è evidente come, sotteso a tale impianto sistemico, si rinvenga il riferimento ad una necessaria armonia relazionale da attivare vuoi nei rapporti che si svolgono all'interno dell'organo amministrativo (*i.e.* intercorrenti tra la presidenza e i consiglieri) vuoi in quelli da quest'ultimo intrattenuti con l'esecutivo. In altri termini, il regolatore lega l'efficienza della gestione ad un contesto decisionale ed operativo nel quale la funzionalità degli organi di supervisione strategica e di gestione è espressione di un rispetto dei ruoli e di una assenza di prevaricazioni. Nel contempo, in vista della finalità testé indicata, è richiesta al *management* direzionale un'azione svincolata da pressioni egemoniche e, dunque, non asservita ai voleri dei gestori; evenienza, quest'ultima, nella quale è impedito all'esecutivo il corretto svolgimento dell'attività informativa di sua competenza (per cui finiscono con l'essere sottratti alla conduzione aziendale *report* adeguati ed affidabili).

A ben considerare, il *favor* per una costruttiva dialettica interna diviene il presupposto di una gestione nella quale la capacità reddituale degli enti creditizi non deve subire spinte fuorvianti. Si vuole, per tal via, che il processo di formazione della attività decisionale non venga compromesso da ingiustificate carenze informative/conoscitive ovvero da distorte valutazioni tecniche, riconducibili alle indicazioni di una direzione preoccupata unicamente di essere disponibile nell'assecondare linee strategiche di gradimento dei vertici aziendali.

Da qui l'esigenza, desumibile dalle indicazioni normative in parola, di dare un peculiare contenuto al rapporto che si instaura tra i componenti del *board*. Non a caso se ne individua l'essenza nelle modalità analitiche di esercizio del potere di delega, nella necessità di prevedere in sede statutaria puntuali poteri del direttore generale - che si pone quale vertice della struttura interna (e,

come tale, partecipe della funzione di gestione) - e, infine, nella specificazione dei compiti del presidente dell'organo amministrativo. E' appena il caso di far presente che quest'ultimo assolve ad un ruolo fondamentale nel perseguimento degli obiettivi sinora richiamati, dovendo per legge favorire la dialettica interna e assicurare il bilanciamento dei poteri, in coerenza con i compiti di organizzazione rimessi al predetto organo e di circolazione delle informazioni.²⁹

Come si è dianzi accennato, il quadro del nuovo modello di *governance* è stato arricchito dal rafforzamento dell'ufficio dell'*amministratore indipendente*, figura posizionata all'interno degli organi aziendali. Indubbiamente, la presenza di soggetti dotati di tali caratteristiche - correlata essenzialmente allo scopo di dare adeguato spazio ai diritti degli azionisti di minoranza rispetto agli altri portatori di interessi - dovrebbe garantire un giusto equilibrio tra i diversi poteri che fanno capo alla compagine azionaria, evitando forme di accentramento ovvero situazioni conflittuali.³⁰ Da qui il superamento dei limiti tipici delle forme di autodisciplina volte ad assicurare «dal basso» trasparenza operativa e responsabilità;³¹ ipotesi ricostruttiva cui dovrebbe far seguito la possibilità di una più efficiente allocazione delle risorse finanziarie delle banche ed un auspicabile incremento della fiducia degli investitori.

Può dirsi, quindi, che l'organo amministrativo ha assunto una caratterizzazione adeguata alla gestione di enti il cui oggetto è costituito dall'esercizio di

²⁹ Cfr., in particolare, il par. 5 delle *Disposizioni in materia di organizzazione e governo societario*, Documento di consultazione, disponibile sul sito web della Banca d'Italia.

³⁰ Cfr. ENRIQUES, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa società*, 2003, pp. 97 ss; MARCHETTI, *L'indipendenza degli amministratori*, in AA.VV., *La corporate governance e il risparmio gestito*, a cura di Assogestioni, 2006, pp. 17 ss; RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, pp. 145 ss; FERRO LUZZI, *Indipendente... da chi? da che cosa?*, in *Riv. Soc.*, 2008, I, pp. 209 ss.

³¹ Cfr., tra gli altri, TROIANO, *Etica degli affari, codici di condotta e tutela dei risparmiatori*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, a cura di Capriglione, Bari, 2007, pp. 163 ss; CAPRIGLIONE, *Cultura della responsabilità ed etica della finanza*, a cura di Conte, Bari, 2008, pp. 138 ss.

un'attività *riservata*, qual è per l'appunto quella bancaria. Ed invero, l'apporto di professionalità diverse (qualificato dall'indipendenza di alcuni membri del C.d.A.) è ritenuto dal regolatore conferente al rispetto della *logica prudenziale*; professionalità che tuttavia potranno dare il contributo atteso solo se l'azione posta in essere da tale organo è orientata al perseguimento degli obiettivi aziendali in maniera coesa (vale a dire in un contesto unitario rispettoso delle prerogative tecnico/decisionali che sono a base di un libero processo di formazione della volontà).

E', questa, un'innovazione organizzativa preordinata a rafforzare la trasparenza dell'*agere* e la correttezza operativa, in quanto si traduce in un accresciuto senso di responsabilità degli esponenti aziendali, correlato alla distinzione dei ruoli; a ciò si aggiunga la modifica disciplinare della riferibilità agli amministratori indipendenti, che evita sovrapposizioni di interessi, con ovvie ripercussioni positive a livello gestionale. Tale rilevante orientamento normativo del regolatore bancario non è rimasto isolato, come è dato desumere dalla statuizione dell'art. 36 del d.l. 'Salva Italia' (d. l. 6 dicembre 2011, n. 201), nel quale si è stabilito il cd. «divieto di *interlocking*»;³² ed invero, per quanto volta ad introdurre un criterio generale di tutela della concorrenza, la preclusione di partecipazioni personali incrociate (in ambito creditizio e finanziario) di certo reca un significativo contributo nella chiarificazione delle determinanti di una *governance* (la quale viene posta, per tal via, al di fuori di ogni forma di opacità relazionale).

Attenzione particolare va, poi, dedicata alle previsioni normative riguardanti le funzioni demandate dal regolatore italiano all'organo aziendale di controllo. Tralasciando in questa sede l'esame degli specifici compiti ascrivibili al

³² Trattasi della preclusione imposta da tale norma ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.

medesimo nei differenti modelli gestionali, è il caso di sottolineare l'interesse del regolatore per il suo ruolo; interesse volto ad assicurare l'osservanza delle norme di legge, regolamentari e statutarie, nonché la corretta amministrazione e l'adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili delle banche.

Significativa si configura, pertanto, la posizione di tale organo (*i.e.*, il 'collegio sindacale' nel modello tradizionale, il 'consiglio di sorveglianza' in quello dualistico o il 'comitato per il controllo sulla gestione' nel modello monistico). Ed invero, nel ribadirne la funzione di referente della Banca d'Italia (allo stesso demandata dal testo unico bancario), di cui in precedenza si è detto, il regolatore gli ha riconosciuto un'ampia sfera d'interventi, essendo esso deputato a verifiche riguardanti vuoi il rispetto dello statuto sociale e del diritto d'impresa, vuoi l'applicazione delle disposizioni di settore.³³ Da qui la sua centralità nel riscontro di un *agere* conforme ai canoni della disciplina comune e speciale, nonché nelle verifiche riguardanti l'assetto strutturale dell'ente. Ciò trova conferma nella responsabilità (posta a suo carico) della vigilanza sul sistema dei controlli interni e sull'osservanza della normativa bancaria; compito che - andando al di là delle attribuzioni riconducibili alle regole codicistiche - ricomprende accertamenti estesi alla funzionalità dei presidi posti a salvaguardia della 'sana e prudente gestione', con particolare attenzione alle procedure per il controllo dei rischi e del sistema normativo contabile.³⁴

³³Cfr. ALBAMONTE, BASSO, CAPONE, MARANGONI, *La vigilanza sulle banche*, in AA.VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Padova, 2008, p. 503; VELLA E PRISTIPINO, *Commento all'art. 52*, in AA.VV., *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, pp. 462 ss.

³⁴ Cfr. tra gli altri VALENSISE, *Il collegio sindacale nelle banche*, in AGE, n. 1/2004, pp. 159 ss; BRESCIA MORRA, *I controlli sull'impresa bancaria*, in *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, Napoli, 2006, p. 283 ss; PORZIO, *Controlli interni e controlli esterni nell'esercizio dell'impresa bancaria a sistema dualistico*, in AA.VV., *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di Abbadessa e Cesarini, Torino, 2009, pp. 175 ss; TROIANO, *Commento sub art. 52 tub*, in AA.VV., *Commentario a testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2012, tomo II, pp. 616 ss.

Va, da ultimo, fatto presente che il complesso dispositivo, varato dalla Banca d'Italia nel 2008, è stato di recente sottoposto a revisione critica, in occasione del recepimento della direttiva n. 2013/36/UE ("CRD IV").³⁵ Le puntualizzazioni contenute in un apposito 'documento di consultazione', formulato dopo alcune chiarificazioni predisposte *in subiecta materia*,³⁶ sono state recepite a livello di normativa secondaria, procedendo ad una significativa integrazione del quadro disciplinare del governo societario degli enti creditizi.³⁷

Si è in presenza di modifiche che - pur essendo funzionali «all'avvio dell'applicazione, dal 1° gennaio 2014, degli atti normativi comunitari con cui sono stati trasposti nell'ordinamento dell'Unione europea le riforme degli accordi del Comitato di Basilea ("Basilea 3")» - denotano una portata particolarmente ampia, la quale va ben oltre i contenuti della menzionata direttiva «CRD IV». Esse recano, infatti, norme di carattere organizzativo e procedurale «che presentano stretta connessione con la materia trattata», come puntualmente è sottolineato nella 'premessa' alle disposizioni stesse.

Al riguardo, rileva, tra l'altro, la prescrizione di una composizione diversificata del consiglio, anche per professionalità e genere, di una consistente pre-

³⁵ Il regolatore europeo era precedentemente intervenuto con l'emanazione nel 2011, da parte dell'EBA, di 'Linee Guida' sulla *governance* interna; queste sono state oggetto di recepimento nel nostro ordinamento con la Comunicazione al sistema della Banca d'Italia di gennaio 2012. Il contenuto di tale Comunicazione - nell'ambito della revisione appena richiamata - è divenuta parte integrante delle 'Disposizioni di governance' recentemente emanate dopo la fase di consultazione a cui sono state sottoposte (cfr. nota successiva); il rispetto degli orientamenti dell'EBA è tra quelli che l'Organo di supervisione ha ritenuto carente, nonostante le precise indicazioni della richiamata Comunicazione: per tale motivo, quest'ultima è stata sostanzialmente trasposta nelle *Disposizioni* oggetto del recente intervento disciplinare.

³⁶ Cfr. il 'Documento per la consultazione' su «*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*» del dicembre 2013, disponibile sul sito *web* della Banca d'Italia. Ancor prima si veda la *Nota di Chiarimenti* del febbraio 2009, ora incorporata nel predetto documento di consultazione, e la *Comunicazione* del gennaio 2012 riportata in nota 9.

³⁷ Cfr. l'aggiornamento della Circolare n. 285 pubblicato il 6 maggio 2014. In particolare, si veda anche il *Comunicato stampa* della Banca d'Italia di accompagnamento, nel quale sono specificati i principi generali del nuovo quadro regolamentare finalizzato a rafforzare gli assetti di *governance* delle banche italiane.

senza di amministratori indipendenti, di attente analisi nei processi di nomina dei componenti del *board*; ad essa si aggiungono una preliminare valutazione dei profili necessari per l'efficace svolgimento delle funzioni ai medesimi assegnate, nonché l'istituzione di comitati composti da amministratori non esecutivi (in maggioranza indipendenti).³⁸ E' evidente come si tenda ad una più organica formazione degli organi, previa identificazione delle modalità di coinvolgimento dei consiglieri (per assicurarne l'indipendenza di giudizio) e predisposizione di piani di formazione per i soggetti che ricoprono ruoli chiave all'interno della banca. In particolare, l'autorità di settore appare intenzionata ad assicurare che i rischi connessi con legami partecipativi «al pari di quelli derivanti dai rapporti con controparti strettamente legate alle banche ...(siano) ... saldamente presidiati dagli organi aziendali».³⁹

Si è proceduto ad una revisione disciplinare che - nel porre l'accento su aspetti sistemici fino ad oggi poco considerati dalla normativa (e, dunque, non compiutamente attuati da parte degli intermediari) - ha ad oggetto molteplici e variegati profili della materia bancaria, con riguardo ai quali rilevano talune peculiari statuizioni in tema di partecipazioni detenibili e banche cooperative. L'intento del regolatore è manifestamente proteso a perseguire, in modalità efficaci, le finalità della vigilanza bancaria e finanziaria «nel pieno rispetto dei principi di trasparenza e di proporzionalità degli oneri per i destinatari delle norme» e nel convincimento che «la disponibilità di un *set* di norme prudenziali chiare e coerenti ... costituisce ... una precondizione per il successo del *Single Supervisory Mechanism* di cui la Banca d'Italia è parte insieme con la BCE e le al-

³⁸ Cfr. *Circolare* della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, e successivi aggiornamenti, cit., Sez. VII, pp. 320 ss.

³⁹ Cfr. *Considerazioni finali della Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2013*, p. 20.

tre Autorità nazionali competenti».⁴⁰

In detta logica trova giustificazione l'intervento di *moral suasion* indicato dall'autorità di vigilanza la quale ha ipotizzato la possibilità di richiedere un radicale rinnovo della «composizione degli organi amministrativi... per scongiurare il ricorso a provvedimenti di natura straordinaria»;⁴¹ analoga *ratio* può ascriversi all'auspicio formulato dall'Organo di controllo di veder attribuito «alla Banca d'Italia ..(il).. potere di rimuovere - quando necessario e sulla base di fondate evidenze - gli amministratori di una banca dal loro incarico».⁴²

Non v'è dubbio che si è in presenza di statuizioni volte a supportare il processo di internazionalizzazione delle società bancarie e, dunque, la trasformazione del modello di *business* di cui le medesime sono portatrici. Come si evince dai contenuti del complesso dispositivo testè richiamato, si registra un più ampio coinvolgimento, rispetto al passato, della *governance* societaria nell'opera di prevenzione e di gestione delle criticità (rivenienti dal rallentamento economico e dalle tensioni riscontrabili nei mercati finanziari) che impattano sullo stato patrimoniale delle banche; ciò è indicativo della direzione del cambiamento disciplinare, nel quale - come si dirà qui di seguito - è diventata prevalente l'attenzione ai rischi ed all'analisi di sostenibilità degli obiettivi da perseguire.

6. Nell'esame del complesso disciplinare relativo al governo societario particolare attenzione va dedicata all'applicazione di innovativi meccanismi di

⁴⁰ Cfr. il '*Documento per la consultazione*' su «Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche» del dicembre 2013, cit. ed ora *Circolare* della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, cit., *Premessa*, p. 12.

⁴¹ Cfr. *Considerazioni finali della Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2013*, cit., loc. ult. cit.

⁴² Cfr. *Considerazioni finali della Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2013*, cit., loc. ult. cit.

remunerazione, i quali sono volti ad «attrarre e mantenere nella azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa».⁴³

A ben considerare, nel quadro delle misure idonee a garantire processi aziendali aderenti alla regolazione finanziaria, l'introduzione di particolari disposizioni riguardanti la definizione delle 'politiche di remunerazione' appare del tutto conferente agli obiettivi di sana e prudente gestione, nonché al corretto trattamento dei rischi e delle strategie di lungo periodo della banca.⁴⁴ Infatti, la materia dei compensi incide direttamente sulla buona gestione societaria; ciò in quanto la mancanza di disciplina delle forme di retribuzione può aprire la strada ad arbitrarie determinazioni delle stesse, come è dato riscontrare nel riferimento ad alcuni accadimenti del passato.

E' appena il caso di far presente che, di sovente, proprio a causa di carenze normative sul punto, in anni non lontani si sono verificate fattispecie nelle quali il riconoscimento di incentivi per l'incremento della produttività aziendale è avvenuto in situazioni del tutto disancorate dal conseguimento di obiettivi di lungo periodo. Per non dire, poi, di alcune *ipotesi limite* nelle quali l'assegnazione di una parte *variabile* del compenso non è stata suffragata dalla realizzazione di operazioni *effettivamente* profittevoli, bensì corrisposta in presenza di una crescita solo apparente del volume d'affari dell'ente creditizio. E' evidente come, in un contesto siffatto, l'ingordigia di molti esponenti bancari, inducendo questi ultimi a praticare ingiustificati rigonfiamenti dei volumi di operatività, ha dato luogo all'acquisizione (da parte degli intermediari) di rischi non sopportabili a causa di erogazioni effettuate senza un preventivo, attento vaglio del merito

⁴³ Ci si riferisce alle indicazioni del regolatore italiano e, in particolare, alle precisazioni contenute nelle citate *Disposizioni di governance del 4 marzo 2008*, le quali – anticipando i canoni disciplinari del legislatore europeo – delineavano i principi a cui le banche avrebbero dovuto improntare sane e prudenti politiche di remunerazione.

⁴⁴ Cfr. VENTURI, *Le politiche di remunerazione nelle imprese finanziarie (dal contesto internazionale alle nuove regole europee)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, I, pp. 291 ss.

del credito.

A livello europeo con la direttiva n. 2010/76/CE sono state introdotte puntuali regole sulle 'politiche di retribuzione' con riguardo agli enti creditizi ed alle imprese di investimento. Come è dato desumere dal testo di tale direttiva, la definizione di chiari principi di una sana politica remunerativa scoraggia «l'assunzione eccessiva di rischi da parte di singoli o l'azzardo morale» (*considerando* n. 4) ed allinea «gli obiettivi personali dei membri del personale agli interessi a lungo termine dell'ente creditizio o dell'impresa di investimento interessati» (*considerando* n. 7). Conseguenziale deve ritenersi, quindi, la previsione normativa di cui all'art. 1, punto 3, lett. *a*, nella quale tra «i dispositivi di governo societario» è inclusa l'adozione di «politiche e prassi remunerative, che riflettano e promuovano una sana ed efficace gestione del rischio».

Va segnalato, quindi, il completamento di tale normativa avvenuto grazie alle integrazioni recate dalle *guidelines* in un primo tempo emesse dal *Committee of European Banking Regulators* (CEBSR) e, successivamente, fatte proprie dall'EBA.

Coerenti con siffatto orientamento sono, poi, le norme adottate in Gran Bretagna, in occasione del recepimento della Direttiva CRD IV, sicchè - come è stato puntualmente sottolineato dalla dottrina - oggi il 'UK regulator's Remuneration Code' assicura «the alignment of remuneration incentives with risk management». ⁴⁵ Analoga impostazione risulta anche nelle disposizioni emanate in materia dalla Banca d'Italia, le quali - nel confermare i previgenti criteri disciplinari - «si caratterizzano per un maggior grado di dettaglio su alcuni aspetti, in conformità con l'impostazione comunitaria e internazionale». ⁴⁶ Si è addivenuti -

⁴⁵ Cfr. ANDENAS e H-Y CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulation*, cit., p. 366

⁴⁶ Cfr. *Disposizioni della Banca d'Italia in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, provvedimento adottato in data 30 marzo 2011.

nell'occasione - ad un adeguamento del quadro normativo nazionale, concluso poi con le modifiche apportate al regolamento congiunto BI-Consob, nel luglio 2012, per l'introduzione di norme sulle remunerazioni applicabili alle SIM e alle banche nella prestazione di attività e servizi di investimento.⁴⁷

Recentemente, in Italia, si è dato corso ad un ulteriore tappa del processo di modifica della regolazione volta a rendere «più stringenti i controlli e le verifiche di vigilanza sul rispetto della normativa sui compensi», come tiene a sottolineare un nuovo 'documento per la consultazione' nel quale sono stati sottoposti a vaglio critico i profili disciplinari di cui trattasi.⁴⁸ Il regolatore appare, quindi, intenzionato a completare il quadro degli interventi che, negli ultimi tempi, avevano trovato espressione in alcune raccomandazioni rivolte alla generalità degli operatori.⁴⁹

Le indicazioni per tal via fornite dall'Organo di vigilanza bancaria suggeriscono - in conformità a quanto già disposto in ambito europeo⁵⁰ - il rafforzamento dei presidi volti alla realizzazione di sistemi di incentivazione corretti «per tener conto di tutti i rischi, collegati con i risultati di lungo termine e coe-

Questa normativa, oltre ad incorporare e ampliare le regole e i principi applicativi già contenuti nelle *Disposizioni* di marzo 2008 (v. nota n. 23), recepiva anche una *Comunicazione* dell'ottobre 2009, con la quale sono stati introdotti nel nostro ordinamento gli *standard* internazionali dell'FSB (cfr. VENTURI, op. cit.).

⁴⁷ Cfr. *Regolamento* del 9 maggio 2012 che reca modifiche al *Regolamento* del 29 ottobre 2007, cd. *Regolamento* congiunto della Banca d'Italia e della Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari. Si veda in particolare il nuovo Capo III-*bis* del citato regolamento congiunto, riguardante i "requisiti organizzativo-prudenziali in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione".

⁴⁸ Cfr. il *Documento* per la consultazione in tema di '*Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione presso le banche e i gruppi bancari*' emanato dalla Banca d'Italia nel dicembre 2013.

⁴⁹ Cfr. le *Comunicazioni* della Banca d'Italia del 2 marzo 2012 e del 13 marzo 2013.

⁵⁰ Cfr. EBA, "*Survey on the implementation of the CEBS Guidelines on Remuneration Policies and Practices*", aprile 2012; FSB, "*Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards. Progress report*", giugno 2012 e agosto 2013.

renti con i livelli di liquidità e patrimonializzazione degli intermediari». ⁵¹ Pertanto, pur lasciando invariati l'impianto sistemico ed i principi cardini del vigente apparato disciplinare, vengono rappresentate talune modifiche della normativa, preordinate all'obiettivo di correlare in termini più stringenti le politiche di remunerazione alla prevenzione dei rischi.

I cambiamenti di cui trattasi - in linea con le prescrizioni contenute nella direttiva CRD IV (artt. 75 e da 92 a 95) - ruotano intorno ad una più compiuta puntualizzazione del rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione; all'uopo dovendo procedersi all'introduzione di un limite massimo (di 1 ad 1), attribuendo all'assemblea dei soci il potere di approvare un limite più elevato, nonché prevedendo meccanismi di aggiustamento per i rischi *ex post* ⁵². Significativo, al riguardo, appare l'assunto normativo secondo cui «la componente variabile non ...(deve)... supera(re) il 100 % della componente fissa della remunerazione complessiva per ciascun individuo» (art. 94, direttiva cit.); è evidente come il regolatore europeo tenda ad assicurare l'equilibrio e l'adeguatezza delle componenti fisse e variabili della remunerazione, ferma restando l'esigenza di evitare gli effetti negativi di una «politica pienamente flessibile».

Correlata alla finalità di preservare inalterati i livelli patrimoniali degli enti creditizi è, poi, la previsione della normativa europea nella quale si fissano limiti alle componenti variabili delle remunerazioni. In particolare, il regolatore tiene a sottolineare che «la remunerazione variabile, compresa la parte differita, ...(può

⁵¹ Cfr. il *Documento* per la consultazione in tema di '*Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione presso le banche e i gruppi bancari*', cit.

⁵² La possibilità di attribuire all'assemblea dei soci il potere di elevare il limite è concesso dalla CRD IV, che individua inoltre *quorum* costitutivi e deliberativi rafforzati rispetto a quelli previsti nell'ordinamento italiano dal codice civile. Per garantire il perseguimento degli obiettivi prudenziale sottesi all'introduzione del cd. *cap* (limite al rapporto variabile/fisso), la direttiva stabilisce che l'assemblea lo possa innalzare sino ad un massimo di 2:1 (*i.e.*, tale per cui la remunerazione variabile non può mai superare il 200% di quella fissa).

essere)... corrisposta ... solo se è sostenibile rispetto alla situazione finanziaria dell'ente nel suo insieme e giustificata sulla base dei risultati» di gestione (art. 94, comma 1, lett. n). In altri termini, si impongono invalicabili soglie alla crescita delle remunerazioni attraverso innovazioni normative di certo apprezzabili con riguardo all'intento ad esse sotteso di evitare che compensi variabili particolarmente elevati si risolvano in un aggravio gestionale, quando addirittura non costituiscano essi stessi un fattore di sbilanciamento per l'assunzione ingiustificata di rischi (come si è in precedenza detto).

Trattasi di vincoli che potrebbero destare perplessità qualora venga richiesto al settore bancario di procedere *tout court* alla loro introduzione, da effettuare indiscriminatamente nei termini testé indicati. Ciò è vero ancor più nel caso italiano, che si caratterizza - come testè visto per la *governance* - per l'introduzione di regole ulteriori rispetto a quelle individuate nella CRD IV, motivate tuttavia dall'esigenza di porre rimedio ad alcune prassi di remunerazione non accettabili.⁵³

A ben considerare, infatti, in presenza di situazioni aziendali caratterizzate da una significativa patrimonializzazione dell'ente e da un corretto *agere* degli esponenti bancari - cioè nei casi in cui sembra non possano sussistere dubbi in ordine al rispetto delle regole poste a garanzia della 'sana e prudente gestione' - un eccessivo rigore disciplinare nella determinazione dei compensi finisce col configurare, come in precedenza si è detto, una forma di costrizione (*rectius*: limitazione) dell'autonomia, non giustificata da esigenze di coerenza prudenziale... Ancora una volta tornano alla mente le parole di Orazio: «*est inter Tanain quiddam socerunque Viselli: est modus in rebus*»!

⁵³ Cfr. *Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione*, cit; si veda in particolare il *box* introduttivo, in cui vengono distinte le norme introdotte per recepire la CRD IV (che, si ricorda, è di armonizzazione minima) e quelle, invece, di emanazione nazionale.

7. Sotto altro profilo, va messa in evidenza la particolare attenzione dedicata dal regolatore europeo al raccordo tra la stabilità degli appartenenti al settore finanziario e l'osservanza di disposizioni preordinate alla mappatura e prevenzione dei rischi, cui gli intermediari sono esposti nell'esercizio della loro attività d'impresa. La composizione degli organi sociali e la distinzione di ruoli all'interno della compagine aziendale, di cui in precedenza si è detto, rispondono, infatti, all'esigenza di realizzare strutture efficienti con riguardo alle «diverse tipologie di controllo», da praticare in modalità coerenti al «profilo di rischio» che caratterizza i differenti soggetti bancari.⁵⁴

Per vero, è risalente nel tempo l'introduzione di particolari tecniche relazionali (destinate ad incidere su significativi profili di *governance*) finalizzate al superamento di tradizionali debolezze delle gestioni bancarie, riconducibili a cause variegata. Ci si riferisce, in particolare, a realtà caratterizzate da *report* interni insufficienti, da conflitti d'interesse, da un *agere* improprio degli organi aziendali, dovuto a contrasti interni ovvero a forme di assoggettamento dell'esecutivo.

La prevenzione dei rischi diviene, quindi, momento centrale del governo societario, dando particolare contenuto al raccordo tra amministrazione e controllo; ed invero, il conseguimento di tale obiettivo risulta strettamente legato al coordinamento delle funzioni rimesse a tali organi. Non v'è dubbio che le 'linee di indirizzo' segnate dall'organo con funzione di supervisione strategica (in vista di un'attività orientata alla crescita) devono trovare una congrua rispondenza nell'*agere* dell'ente bancario; da qui l'esigenza di avvalersi, senza soluzioni di continuità, delle puntuali verifiche effettuate dagli organismi di controllo interno e, soprattutto, dal collegio sindacale.

Pertanto, la definizione dell'apparato di monitoraggio dei rischi assolve

⁵⁴ Cfr. TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, cit.

ad una funzione primaria nell'assicurare un'adeguata valutazione dei profili di rendimento, collegati alle scelte di politica aziendale. In particolare, a tale apparato è rimesso il compito di una *prudente stima* della congruità delle opzioni selezionate; compito che incide non solo sugli assetti organizzativi e contabili degli intermediari, bensì anche sull'interazione tra amministrazione e controllo nel condurre ad unità il processo produttivo.

Al presente, anche a seguito delle indicazioni rivenienti dalla recente crisi, si è accentuata l'esigenza di una *governance* attenta alla predisposizione di adeguati canali informativi, tali cioè da rendere possibile una più approfondita conoscenza delle situazioni di rischio. L'analisi di queste ultime diviene necessario presupposto per la loro prevenzione e, dunque, per garantire condizioni di stabilità alle banche. E' questo il fondamento strategico sul quale devono essere fondate le valutazioni propedeutiche alla procedura di *Asset Quality Review*, che si estrinseca in un esame della qualità degli attivi delle banche europee, cui farà seguito un nuovo esercizio di «*stress test*», preordinato alla valutazione della capacità degli intermediari di assorbire eventuali *shock* rivenienti da tensioni del mercato e dal deterioramento delle determinanti economiche di riferimento.⁵⁵

A tale logica sembra sia ispirata anche la revisione del complesso dispositivo speciale attuato in occasione del recepimento in Italia della nominata direttiva CRD IV, di cui in precedenza si è detto. L'ampia integrazione della normativa secondaria in materia di 'organizzazione e governo societario delle banche', ivi attuata, sottolinea - tra l'altro - la necessità di realizzare forme particolari di raccordo tra la valutazione del programma d'attività ed il sistema dei controlli interni.⁵⁶ In prospettiva, il legame tra le regole societarie ed il perseguimento dell'obiettivo della stabilità degli appartenenti al settore del credito sembra

⁵⁵ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Nota valutazione approfondita*, ottobre 2013, p. 5.

⁵⁶ Cfr. *Circolare* della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, cit., p. 44.

orientato verso un'interazione sempre più stretta; l'osservanza delle prime appare, infatti, viepiù correlata alla mappatura, misurazione e prevenzione dei rischi cui i medesimi sono esposti nell'esercizio della loro attività d'impresa.

E' appena il caso di ricordare la centralità che le regole italiane di *governance* riconoscono alla composizione e qualificazione dei *boards* di amministrazione e controllo nella conduzione aziendale e, dunque, il rilievo ascrivito dalla normativa alla specificazione del 'ruolo degli organi aziendali'.⁵⁷ Siamo in presenza di provvedimenti che, traendo insegnamento dalla crisi, si prefiggono di superare il punto debole della gestione operativa: il controllo dei rischi, che nelle grandi banche di rilievo sistemico ha rappresentato un grave fattore di destabilizzazione.

Detto impulso all'implementazione del complesso disciplinare non può prescindere, tuttavia, dal significativo apporto che alla realizzazione di compiute forme di analisi per la gestione dei rischi viene da alcune apposite funzioni (*recitius*: centri di controllo), di cui le banche si devono dotare proprio in vista dello svolgimento in modalità ottimale di detta azione di prevenzione. Ne consegue la riferibilità ai sistemi di *internal audit* orientati alla complessiva valutazione qualitativa dell'esposizione ai rischi, alla funzione di *risk management* preordinata alla loro misurazione (in relazione alle differenti forme operative) e, da ultimo, ai riscontri di non conformità alla regolazione tipici della *compliance* (che presidia, tra l'altro, i rischi di sanzioni legali, di perdite finanziarie e reputazionali per mancato rispetto di leggi, regolamenti, codici di condotta).

8. L'esame del complesso dispositivo riguardante il governo societario delle banche non va sottratto a critiche per quanto concerne il mancato intervento del regolatore italiano sulla materia dei rapporti che, tutt'oggi, sono in-

⁵⁷ Cfr. il *Comunicato stampa* della Banca d'Italia in data 7 maggio 2014 citato nella nota n. 29.

trattenuti da molte società bancarie con le *fondazioni* disciplinate dalla legge Ciampi Carli (d.lgs. n. 153 del 1999). Fino a questo momento, sono andate disperse, infatti, preziose occasioni (in sede di recepimento della normativa comunitaria) per far finalmente chiarezza sulla annosa questione del rapporto tra *politica e finanza*, che presenta ancora lati oscuri, sui quali sarebbe opportuno far luce senza ulteriori indugi, come già ho avuto modo di sottolineare.⁵⁸

In sede di determinazione della disciplina speciale sono stati lasciati inalterati gli strumenti giuridici utilizzati dalle cd. fondazioni bancarie per testare il loro legame partecipativo negli enti creditizi derivati, attraverso il potere di nomina dei relativi esponenti; nel contempo, non si è in alcun modo modificato il regime normativo delle società bancarie rientranti nelle previsioni dell' emendamento Volonté, le quali - com'è noto - possono, tuttora, *legittimamente* essere controllate dagli enti di provenienza, prescindendo dunque dalla generale esigenza di evitare che per tal via siano veicolate forme d'interazione tra politica e finanza.

In altri termini, la regolazione non ha tenuto in alcun conto il fatto che finalità prioritaria della gran parte delle fondazioni è la gestione degli enti creditizi partecipati; donde il significativo grado d'incidenza esercitato su questi ultimi (al fine di assicurarsi il flusso reddituale necessario per la realizzazione dei loro scopi istituzionali).

Per converso, la riferibilità agli assetti organizzativi di tali enti bancari avrebbe dovuto suggerire la riformulazione delle norme contenute nei relativi statuti, con le quali è stato disciplinato il cd. *voto di lista*, introdotto dalla legge n. 474 del 1974 e, poi, reso obbligatorio per l'elezione degli esponenti delle società quotate dalla cd. *legge sul risparmio* (l. n. 262 del 2005) al fine di «consen-

⁵⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *Politica e finanza. Ruolo e prospettive delle fondazioni bancarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2013, I, pp. 23 ss.

tire una rappresentanza delle minoranze azionarie in seno all'organo di amministrazione». Si sarebbero potute prevedere congrue modifiche del criterio ordinario della struttura aziendale che, tuttora, consente alla "lista di maggioranza" (anche *relativa*, vale a dire quella che in assemblea ottiene il maggior numero di voti) il diritto di nominare la *quasi totalità* dei componenti degli organi amministrativi e di controllo.⁵⁹

Una coerente ed uniforme regolazione del governo societario avrebbe dovuto portare modifiche idonee ad evitare il protrarsi di una situazione nella quale di certo gioca a favore dell'assunzione di una *sostanziale* forma di controllo da parte delle fondazioni la circostanza che si è in presenza di "società a capitale diffuso". Da qui, il riscontro di una partecipazione degli azionisti in assemblea per solito molto limitata, come pure di uno scarso interesse da parte di nuovi investitori per un ente nel quale risulterebbe circoscritta la possibilità di far valere in modo fattivo il proprio possesso azionario.

Sarebbe stato opportuno, forse, far chiarezza anche con riguardo alla possibilità di giustificare, sul piano formale, l'ammissibilità di *accordi* tra fondazioni bancarie stipulati al solo fine di presentare le «liste» per la nomina degli esponenti aziendali; accordi che, secondo la ricostruzione tecnico giuridica dei medesimi offerta da un importante esponente del *mondo delle fondazioni*, costituiscono «coalizioni ... non finalizzate al controllo della società, ma semplicemente volte ad assicurare la formazione di un assetto di governo stabile ed effi-

⁵⁹ Si veda, a titolo esemplificativo, il disposto dell'art. 23 dello statuto di Banca Intesa.

“Art. 23: Elezione del Consiglio di Sorveglianza.

23.2. - Votazione.

Per l'elezione del Consiglio di Sorveglianza si procede come segue. I componenti sono tratti proporzionalmente dalle liste che hanno ottenuto voti; a tal fine, i voti ottenuti da ognuna delle liste stesse sono divisi successivamente per uno, due, tre, quattro e così via secondo il numero dei componenti da eleggere. I quozienti così ottenuti sono assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna di dette liste, secondo l'ordine dalle stesse rispettivamente previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste vengono disposti in un'unica graduatoria decrescente: risultano eletti Consiglieri di Sorveglianza coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati”.

ciente e destinate quindi a esaurire i loro effetti *uno actu*, ossia al momento della elezione degli organi della banca (consiglio di amministrazione ovvero di sorveglianza a seconda del modello di amministrazione e controllo adottati)».⁶⁰

Sotto altro profilo, rileva il legame, tuttora in vigore e poc'anzi richiamato, tra la *politica* (nella quale trovano espressione le istanze che, anche a livello locale, esprimono linee di governo della cosa comune) e le fondazioni cd. bancarie; ciò facendo rivivere, almeno nel ricordo, gli accadimenti di tempi non lontani nei quali a molte banche facevano capo schemi poco trasparenti di elargizione di danaro di provenienza pubblica (dove l'apertura a situazioni di mal costume che, auspicabilmente, tutti vogliamo lasciare alle nostre spalle).

Ed invero, la finalità a base della regolazione dianzi menzionata - volta ad assicurare la copertura finanziaria per lo svolgimento e lo sviluppo di attività di specifica valenza sociale - non esclude di per sé la possibilità (del tutto verosimile) che gli interventi effettuati dalle fondazioni siano orientati al sostegno d'interessi ritenuti determinanti in sede di aggregazione del *consenso politico*, interessi nel passato supportati da logiche assistenziali. Per converso, l'esigenza di «operare...per rafforzare la separazione tra fondazione e banca» è tuttora ritenuta ineludibile dall'autorità di settore, la quale ha di recente ribadito che debba essere escluso il «passaggio dai vertici dell'una agli organi dell'altra» ed *a fortiori* vietato il «controllo ai casi in cui esso è esercitato di fatto, anche congiuntamente con altri azionisti».⁶¹

Alla luce di tali considerazioni appare evidente come l'introduzione di regole idonee a spezzare il legame tra politica e finanza costituisca un obiettivo primario, cui il legislatore - in questo momento di significativi cambiamenti si-

⁶⁰ Cfr. BENESSIA, *Le fondazioni bancarie di fronte alla crisi finanziaria: prime riflessioni*, intervento alla seconda Conferenza di diritto economia, banca e finanza, organizzata dalla Fondazione "Angelo Colocci" e dall'Università degli Studi di Macerata, Jesi, 2009, p. 29.

⁶¹ Cfr. *Considerazioni finali della Relazione della Banca d'Italia per l'anno 2013*, cit., p. 19.

stemici - dovrà orientare la propria azione; ciò, nella consapevolezza di dover, in ogni modo, disattendere un *ritorno* a forme di controllo politico sulle banche, da ritenere - oltre che *anacronistico* - contrario alla logica di mercato, fattore trainante per la crescita del Paese.

9. La regolazione della *governance* bancaria - avviata, in Italia, a seguito della riforma del diritto societario agli inizi di questo millennio - ha ricevuto un significativo impulso dalle indicazioni disciplinari di provenienza europea e dalle esigenze di adeguamento normativo sollecitate nei paesi UE dalla recente crisi economica. La specificità della materia finanziaria, a base dell'operatività dei soggetti creditizi, ha interagito sul modello di 'governo societario' a questi ultimi applicabile; sicché, quest'ultimo ha assunto una caratterizzazione peculiare che lo differenzia rispetto alla configurazione tipica prevista dal diritto comune per analoghe realtà soggettive.

In particolare, nell'intento di assicurare l'obiettivo della 'sana e prudente gestione', la regolazione appare orientata ad evitare squilibri connessi alla distinzione dei ruoli tra l'organo amministrativo e quello di controllo. Da qui la puntualizzazione di compiti e responsabilità che - nel far chiarezza con riguardo al divieto di forme di prevaricazione tra presidenza e consiglieri ovvero tra funzione di supervisione strategica e di gestione - costituisce la naturale premessa per l'assunzione di decisioni gestionali fondate su idonei supporti informativi e non disancorate da adeguati processi di valutazione. Viene così delineato un contesto dispositivo orientato al rispetto della *logica prudenziale*, all'interno del quale assume centralità la figura dell'organo di controllo cui spetta la funzione di verificare la regolarità dell'azione svolta (e, dunque, l'osservanza del complesso disciplinare posto a tutela della correttezza gestionale).

Per quanto concerne in particolare la normativa italiana, i provvedimenti

emanati dalla Banca d'Italia, in un primo momento appaiono orientati a promuovere forme di dialettica interna agli organi aziendali e a fissare presidi disciplinari (tra cui rileva la regolazione delle politiche di remunerazione) che garantiscano gestioni profittevoli e correttezza operativa. Più recentemente, in occasione del recepimento della nominata CRD IV, finalizzata alla prevenzione dei rischi ed al rafforzamento patrimoniale degli enti creditizi, si è dato nuovo impulso alla regolazione che ci occupa, sottoponendo a revisione la *governance* bancaria e la normativa sui compensi degli esponenti degli enti creditizi. Per converso, vanno segnalate talune carenze che tuttora permangono nel complesso dispositivo in esame; carenze dovute al fatto che il legislatore italiano non ha assunto alcun provvedimento normativo in grado di incidere sul 'rapporto tra politica e finanza', il quale consente tutt'oggi alle fondazioni bancarie d'influenzare le gestioni di molte banche da esse partecipate.

Ciò posto, va sottolineata la sempre maggiore propensione del regolatore a correlare la struttura organizzativa degli enti creditizi all'esigenza di una adeguata ponderazione e prevenzione dei rischi. Il governo societario risulta vieppiù permeato dagli interessi pubblicistici che contraddistinguono l'esercizio dell'attività finanziaria; da qui l'attenzione riservata dalla normativa speciale alla realizzazione di misure tecnico organizzative (*risk management, internal audit e compliance*) che assicurino la conformità delle gestioni ai canoni ordinatori cui il nostro legislatore fa riferimento *in subiecta materia*.

Il percorso evolutivo della regolazione sembra destinato a proseguire in linea col processo di internazionalizzazione dei sistemi finanziari e con l'aumento della complessità dei mercati.

Una nuova proposta di direttiva della Commissione europea sul governo societario - orientata al rafforzamento dell'impegno degli azionisti (e a dare loro 'voce' sul tema delle remunerazioni degli amministratori delle maggiori società

europee) - ci fa comprendere che la materia in esame è ancora lontana da soluzioni normative con carattere di definitività.⁶² Quel che appare certo è che l'esperienza degli anni recenti induce a ravvisare nella '*good corporate governance*', richiamata in una recentissima Raccomandazione anch'essa della Commissione, una delle misure appropriate per offrire alle imprese un quadro di riferimento efficace per l'operatività e la crescita⁶³.

E', questa, una riflessione conclusiva che, ovviamente, appare applicabile a qualsivoglia categoria di enti societari e, dunque, anche alle banche e alle imprese di investimento.

Francesco Capriglione

⁶² Cfr. Commissione UE proposta di direttiva del 9 aprile 2014 (IP/14/396)

⁶³ Cfr. *Recommendation on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain principle')* del 9 aprile 2014, C(2014) 2165/2, *Considerando* n. 2.

SEPARAZIONE PATRIMONIALE E CIRCOLAZIONE DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO *

ABSTRACT: *This paper analyzes the valuation of investment funds, as updated by law no. 83/2012 and 134/2012, focusing on the connections between funds and SGR as emerged after the recent financial crisis. In this context, the focus is set on the impossibility for SGR companies to access a resolution program for the insolvency of the investments funds. In conclusion, it remains the need to define a regulation to set the issues within SGR board meetings, in particular, for what is concerning their constitutive quorum.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La separazione patrimoniale. – 3. Cenni sulla circolazione dei fondi comuni di investimento.

1. L'argomento dei fondi comuni di investimento fornisce l'occasione per rievocare, in una prospettiva particolare, la figura e l'opera di Giulio Partesotti, che con questo Convegno ricordiamo nel decennale della scomparsa. L'argomento è stato trattato dall'Amico Giulio una sola volta, per quanto a mia conoscenza. L'occasione fu una relazione svolta per il Convegno di studio promosso dall'AIDA, Sezione Veneta, del 16 giugno 1984, qui a Venezia. La relazione era intitolata "*Fondi di investimento e compagnie di assicurazione: prospettive di diritto assicurativo e di diritto societario*" e fu pubblicata nella rivista di *Diritto e pratica nell'assicurazione* del 1985 (pp. 49 ss.).

Nonostante la contingente occasionalità dell'evento, la relazione si segnala

* Si riproduce, con alcune modifiche ed integrazioni, il testo di una relazione tenuta al convegno «Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito», Università Ca' Foscari, Venezia, 9-10 maggio 2014. Contributo approvato dai revisori.

per alcuni caratteri tipici della personalità dello studioso: la costante curiosità verso temi innovativi (era stata da poco emanata la legge n. 77 del 1983 sui fondi comuni di investimento) e il rigore nell'affrontare anche tematiche di settore, con ferma attenzione ai principi generali (parte della relazione è dedicata all'analisi della norma che precludeva a società o enti aventi ad oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, con esclusione delle sole compagnie di assicurazione).

Prima di entrare nell'argomento, oggetto di queste brevi notazioni, mi piace rammentare la chiusa di quella relazione. Dopo aver esaminato, con il consueto acume e il rigoroso rasoio della sua analisi critica, le norme sui fondi comuni di investimento nella prospettiva del diritto societario, Giulio rilevava i pericoli del nuovo strumento giuridico e segnalava la necessità che il risparmio assicurativo, investito nei fondi comuni di investimento, fosse particolarmente tutelato. Egli scriveva, con tono premonitore (anticipando di circa un trentennio gli accadimenti attuali): *“Ora tutti sapete che sul futuro politico-sociale dell'Italia pende un grande temporale di cui pochi hanno voglia di parlare che riguarda la mancanza di fondi per le pensioni. Naturalmente su questo argomento si combatterà una battaglia politica terribile perché la strada maestra, la logica, armonizzata con la nostra cultura e con la nostra dimensione occidentale, nella quale noi viviamo e vogliamo vivere, dovrebbe portare alla evidentissima e razionale conclusione di uno Stato che garantisca un minimo vitale: per il resto ci si rimetta pure alla previdenza libera, anche con la finalità importantissima, a mio avviso, di ricostituire quel senso profondo della vita e dell'uomo che tutto si deve pagare, e quindi anche la pensione. Bisogna sentire questo bisogno.”*

Il connubio tra compagnie di assicurazione sulla vita (operanti a fini previdenziali) e fondi comuni d'investimento gli appariva però potenzialmente dirompente.

“Per mio conto” egli scrive “non vorrei che si corresse però a troppo facili e rapidi matrimoni, in relazione a tutto questo problema”. “Io procederei con grande prudenza in una fase iniziale. Vorrei vedere risanato il mercato borsistico; funzionante a pieni poteri la Consob. Vorrei vedere la buona prova dei fondi comuni d’investimento e poi aprire con più generosità alle assicurazioni sulla vita che mi pare, abbiano funzionato benissimo anche senza investire in fondi comuni.”

In fine l’Autore aggiungeva: *“Ultima speranza (anche se qui mi abbandono a dei sogni perché la situazione politica generale è quella che è) riguarda il permesso alle persone di costruirsi questa pensione (che un domani, è inutile nascondercelo, non ci sarà più) coi propri soldi, coi propri risparmi, con le proprie scelte. Bisogna avere qui una grande visione e rendersi conto che questo risparmio costa salatissimo a chi ha poco da risparmiare. Ci dovrebbe essere l’incentivazione fiscale differenziata, tanto che alla fine (scusate se qui ci sono i ricordi dei vecchi liceali inguaribili) mi è venuto fuori un verso bellissimo ricordando cioè che: « il poco è molto a chi non ha che il poco ». È un verso di Giovanni Pascoli che mi è venuto spontaneo citare. Ci vorrà fantasia politico-operativa. Le pensioni si possono benissimo preparare col risparmio privato, ma è inutile nasconderci che non si può pretendere tutto ciò da chi oggi — e in un domani non ci sono ragioni di pensare che sarà diverso — ha uno stipendio, dal quale strappare una fetta di risparmio è chiedergli moltissimo. Questa persona va premiata più di quella che, facciamo un frizzo, meriti l’agente di assicurazione, che può risparmiare quello che vuole, perché tanto gli rimane sempre molto.”*

Con la consueta lucidità, quindi, Giulio Partesotti, muovendo dal tema dei fondi comuni, ha – con anni di anticipo – prefigurato temi esplosi, nella loro drammatica attualità, trent’anni dopo: la crisi del sistema pensionistico pubblico

e la necessità di drastiche riforme (attuata nel corso dei successivi anni, fino alla Legge Fornero ed oltre); l'esigenza di un sistema di previdenza complementare e l'utilizzazione dell'investimento collettivo del risparmio, come strumento d'elezione per la sua realizzazione; la tutela del risparmio attraverso rigorose norme di vigilanza e la forte presenza dei regolatori.

2. Nello scritto sopra richiamato, che data agli albori degli studi in materia di fondi comuni, il Prof. Partesotti rilevava come la regola della separazione patrimoniale fosse posta *“per evidente garanzia dei risparmiatori”*. Del problema relativo alla separatezza egli prendeva in considerazione, tra gli aspetti, allora in discussione, quello dell'estensione della immunità dalle azioni contro la società di gestione: *“C'è chi intende questo principio in termini assoluti: sul fondo non sono ammesse azioni dei creditori della società gerente; altri affermano che in base a principi generalissimi del diritto privato, si dovrà pur sempre ammettere, contro la lettera della legge, quelle azioni dei creditori che nascano da rapporti con la società gerente e funzionali nel modo più stretto alla gestione del fondo. Questa tesi, evidentemente, tende a limitare il disposto legislativo. Ma (...) l'interprete non può mutare questo dato così assoluto.”*

Ma la tematica della separazione patrimoniale e della circolazione dei fondi comuni di investimento sono stati oggetto, da allora, di una continua innovazione legislativa¹, a causa della delicatezza dei meccanismi, ad esse sottesi. La crisi finanziaria ha reso evidenti alcune carenze di quella disciplina², con riferi-

¹ Cfr. da ultimo le modifiche introdotte dall'art. 4 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014.

² Per la ricostruzione storica del fenomeno dei fondi comuni di investimento, senza pretesa di completezza, cfr. LIBONATI, *Holding e Investment Trusts*, Milano 1959; NIGRO, voce *Investment trust*, in *Enc. dir.*, XII, Milano 1972, pp. 690 ss.; JAEGER, *Sui fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1969, pp. 1113 ss.; CASELLA-RIMINI, voce *Fondi comuni di investimento nel diritto commerciale*, in *Dig. disc. priv. - sez. comm.*, VI, Torino 1991, pp. 208 ss.; FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la «natura giuridica» dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass., 15 luglio 2010, n. 16605)*, *Riv. soc.*, 2012, p. 751 cfr. inoltre LENER, *La circo-*

mento, in particolare, alla reciprocità della preclusione: intendo dire che, se in origine il problema primario era quello della protezione del fondo contro le aggressioni dei creditori della SGR, la crisi ha determinato l'emersione di un altro tema, quello della tutela della SGR nei confronti della insolvenza dei fondi.

La separazione patrimoniale è oggi disciplinata dall'art. 36, comma 6, TUF, come modificato dall'art. 32, comma 1 del D.L. n. 78 del 31.5.2010, così come convertito in L. n. 122 del 30.7.2010³, che a prima vista sembra sancire la completa autonomia patrimoniale del fondo comune di investimento, pur nell'ambito della società di gestione, in senso biunivoco (sotto il profilo, cioè, dell'insensibilità del fondo rispetto alle obbligazioni "personali" della società di gestione e, viceversa, di quest'ultima nei confronti dei debiti assunti per conto del fondo). Ma sotto l'apparente linearità della disposizione si celano in realtà problemi tuttora irrisolti, cui si può in questa sede dedicare solo un cenno, ma che dovranno essere oggetto di ulteriori approfondimenti, anche alla luce del recentissimo recepimento della direttiva 2009/65/CE.

Sarà sufficiente, per ora, segnalare che l'emanazione della novella del 2010 e il pressoché contemporaneo intervento interpretativo, attuato con la nota pronuncia della Cassazione del 2010 (Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605)⁴,

lazione del modello del trust nel diritto continentale del mercato mobiliare, in *Riv. soc.*, 1989, pp. 1050 ss. Per la tematica della separazione patrimoniale nei fondi comuni cfr., tra i tanti, BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996;

³ L'attuale formulazione della norma è la seguente: "Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi."

⁴ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, in *Foro it.*, 2011, I, 1853, n. PELLEGATTA; *Società*, 2011, 46, n. BRUTTI; *Giur. it.*, 2011, 331, n. BOGGIO; *Contratti*, 2011, 27, n. LA-MORGESE; *La responsabilità civile*, 2011, 124, n. FANTETTI; *Giur. it.*, 2011, 1550 (m), n.

suscitano questioni che non mancheranno di manifestarsi nella dinamica futura delle relazioni tra gestori, fondi e creditori, specie in sede di liquidazione dei patrimoni separati insolventi.

Giova innanzi tutto osservare come scarsa attenzione sia stata dedicata, anche dopo il citato scritto di Partesotti, al tema dell'imputabilità (in via totalitaria o *pro quota*) a ciascuno dei fondi, gestiti dalla stessa SGR, delle obbligazioni inerenti a rapporti funzionali alla gestione dei medesimi (ma assunti dalla SGR senza l'esplicita menzione dei fondi per conto dei quali essa opera). Sembra tuttavia preferibile, anche nell'attuale contesto normativo, la soluzione indicata da Partesotti, nel senso della necessità di un'imputazione (non solo funzionale e sostanziale ma anche) formale delle obbligazioni al patrimonio separato. In altri termini, il contesto della disposizione consente di ritenere "*contratte per suo conto*" solo quelle obbligazioni che siano munite di una esplicita e dichiarata inerenza al patrimonio separato, non essendo sufficiente ai fini dell'imputabilità il mero profilo funzionale. La mancata manifestazione dell'inerenza dell'atto ad uno o più fondi (mediante un meccanismo analogo alla *contemplatio domini* del mandato con rappresentanza) impedisce il superamento della barriera della separatezza.

Ancor più delicato, sul piano interpretativo, appare l'operatività del limite introdotto dalla novella del 2010⁵, che ha inserito nel comma 6 dell'art. 36 TUF

RIZZUTI; *Banca, borsa e t. di c.*, 2011, II, 417, n. LEMMA, GENTILONI SILVERI; *Società*, 2011, 1057 (m), n. SANSONE; *Giur. comm.*, 2011, II, 1128, n. SCANO, GHIGI; *Foro pad.*, 2012, I, 171, n. COLAIORI; *Riv. not.*, 2011, 1421

⁵ Anteriormente alla modifica legislativa del 2010 il tratto dell'autonomia patrimoniale del fondo nei riguardi della SGR era disciplinato dall'art. 36, comma 6 (testo storico) TUF, in forza del quale "*ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società*". La norma non sembrava lasciare dubbi circa la completa separazione, sotto ogni profilo, del patrimonio del fondo rispetto a quello di ogni altro soggetto (sia esso la SGR, il singolo partecipante nonché ogni altro patrimonio facente capo alla SGR medesima), trovando

le parole: “; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio”.

Fino alla sua modificazione, l’art. 36, comma 3, vecchio stile, sicuramente sanciva l’insensibilità del fondo rispetto alle vicende del patrimonio della società di gestione del risparmio e di quello di ciascun partecipante, nonché di ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. Dubbia appariva, per contro, l’insensibilità del patrimonio “personale” della società di gestione rispetto alle vicende patrimoniali di ciascun fondo (non essendo espressamente sancita dalla legge detta insensibilità).

La carenza del carattere “biunivoco” della disciplina non è mai stata particolarmente sottolineata dalla dottrina e dalla giurisprudenza, più interessate – anche a causa della formula normativa all’epoca vigente – all’aspetto della protezione dei quotisti contro le possibili vicende negative del patrimonio della SGR piuttosto che alla salvaguardia di quest’ultima nei confronti delle vicende (o addirittura dell’incapienza o “insolvenza”) del fondo.

L’intarsio normativo attuato dalla novella, con l’evidente intento di circoscrivere al fondo comune la responsabilità per le obbligazioni contratte per suo conto, ha tuttavia generato una problematica interpretativa assai complessa. Esso appare espressione di una sorta di chiaroveggente interpretazione autentica, posto che pochi giorni dopo l’emanazione del decreto legge di modifica è

perfetta rispondenza nella definizione di “fondo comune d’investimento” fornita dall’art. 1, comma 1, lettera j), TUF (testo storico ante novella del 2010), che lo definiva come “il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte”. Si noti tuttavia che questa definizione è stata successivamente modificata dal decreto-legge sopra richiamato, che tuttavia non ha apportato innovazioni rilevanti, ai fini che qui interessano: “j) “fondo comune di investimento”: il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell’interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi”; con il D. lgs. 4 marzo 2014 la definizione è stata ulteriormente mutata (“j) “fondo comune di investimento”: l’Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore”).

stata pubblicata la citata sentenza Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, con la quale, per la prima volta intervenendo in maniera organica nella materia della separazione patrimoniale dei fondi comuni di investimento, la Cassazione ha fissato alcuni principi, che hanno segnato un autorevole punto di snodo della tematica. Il principio fissato dalla Cassazione è stato così sintetizzato: *“I fondi comuni di investimento (nella specie, un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell’interesse di un fondo, il bene va intestato alla predetta società di gestione”*. La massima non esprime tuttavia l’intera portata dei principi fissati dalla sentenza, che ha avuto vastissima risonanza, testimoniata dai numerosi commenti pubblicati. La pronuncia sembra infatti ispirata al convincimento della permeabilità del patrimonio della SGR rispetto alle vicende (e, in particolare, all’incapienza) del patrimonio del fondo gestito. Sia pur in un *obiter dictum*, essa pare presupporre la responsabilità della SGR, con il suo patrimonio (non segregato), per le obbligazioni contratte per conto di ciascun fondo, in caso insufficienza di questo a soddisfare le obbligazioni contratte nei confronti dei creditori particolari⁶. La Corte, in sostanza, sembra ammettere – nel previgente regime - la possibilità che il patrimonio della SGR potesse essere aggredito dai creditori del fondo, in caso di incapacienza di quest’ultimo.

Ciò pone il problema di valutare se la novella abbia avuto carattere innova-

⁶ Afferma la Cassazione che *“la sua (del fondo) configurazione quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti (e semmai foriera di distorsioni, nella misura in cui potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell’interesse del fondo siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni)”* (sent. cit., nella motivazione). Le espressioni adoperate lasciano chiaramente intendere che si tratterebbe comunque di una mera “responsabilità sussidiaria”, posto che i creditori sarebbero ammessi a farla valere nei confronti della SGR, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni.

tivo o puramente interpretativo.

In vero, nel vigore della precedente disciplina dei fondi comuni di investimento (legge 23 marzo 1983, n. 77) la dottrina aveva solo marginalmente affrontato la questione. Peraltro, al riguardo era stato autorevolmente affermato che *"sulla società (di gestione, n.d.r.) non incombono né il rischio della distruzione materiale né quello della perdita del valore economico dei beni ricompresi nel fondo. La società è indifferente alle vicende cui va incontro sia sotto il profilo materiale e sia sotto il profilo economico del fondo (sempre che non resti coinvolta la sua responsabilità), limitandosi il suo interesse patrimoniale alla percezione di una commissione sottratta, come tale in linea di principio, alle vicende dei beni gestiti. Anche sotto questo profilo resta dunque confermato che alla società di gestione compete un potere-dovere (e non un diritto) di disporre dei beni del fondo, senza avere la facoltà di godere degli stessi e sfuggendo anche a rischio economico e materiale relativo"*⁷.

Successivamente all'emanazione del TUF era stato ribadito in dottrina il carattere autonomo di ciascun fondo gestito da una SGR e si era sottolineato come tale autonomia (pur non risolvendosi in una distinta soggettività) costituisca la caratteristica essenziale del modello organizzativo prescelto dal legislatore per questo particolare strumento di gestione del risparmio. L'elemento più rilevante di tale modello infatti è *"rappresentato dalla condizione giuridica dei beni che lo compongono; essi, da un punto di vista economico-patrimoniale appartengono ai partecipanti (nel senso che questi si accollano il rischio della loro perdita di valore e si "appropriano", d'altra parte, il loro incremento di valore)"*⁸.

Queste considerazioni fanno propendere per il carattere interpretativo

⁷ Cfr. COSTI, *Fondi comuni di investimento - Profili organizzativi*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di Jaeger e Casella, Milano, 1984, p. 107.

⁸ Cfr. COSTI - ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, Padova, 2004 p. 405

della novella. Infatti, sotto il profilo strutturale dei fondi comuni di investimento, il carattere biunivoco della segregazione patrimoniale costituisce tratto essenziale del modello organizzativo delineato dal legislatore. Il che necessariamente delimita entro i soli confini del fondo l'incidenza patrimoniale dei risultati utili della gestione ovvero delle perdite ad essi inerenti, sulla base dell'assunto che il valore degli strumenti finanziari, che esprimono la partecipazione dei quotisti, può essere espresso esclusivamente attraverso il contenimento rigoroso dei diritti e degli obblighi afferenti alla gestione medesima entro quelle barriere patrimoniali.

Una, pur sussidiaria, responsabilità della SGR per le obbligazioni contratte per conto del fondo avrebbe privato quel modello dell'indispensabile tratto dell'imputazione esclusiva, ibridando aspetti gestionali e patrimoniali, che l'intera disciplina mira a separare attraverso lo strumento dell'autonomia patrimoniale.

La strutturale limitazione al patrimonio del fondo della responsabilità per le obbligazioni contratte con imputazione ad esso (mediante l'esplicitazione dell'operare "per conto") sembra trovare (anche per il passato) ulteriore conferma nella disciplina della crisi del singolo patrimonio separato della SGR, dettata dall'art. 57, commi 6-bis e 3-bis, introdotti dall'art. 1 del d.lgs. n. 47 del 16.4.2012. Stabilisce il comma 6-bis che, *"qualora le attività del fondo o del singolo comparto di esso non consentano di soddisfare le obbligazioni dello stesso e non sussistano ragionevoli prospettive che tale situazione possa essere superata, uno o più creditori o la Sgr possono chiedere la liquidazione del fondo al tribunale del luogo in cui la Sgr ha la sede legale"*. La crisi del fondo o del singolo comparto, quindi, determina un'accentuazione dell'autonomia del patrimonio separato. Il provvedimento giudiziario (sentenza deliberata in camera di consiglio) che ne dispone la liquidazione e la nomina, da parte della Banca d'Italia, di uno

o più liquidatori attuano una segregazione anche sul piano soggettivo. In presenza di *“fondato pericolo di pregiudizio”*, quei provvedimenti sottraggono alla SGR l'intero fascio delle relazioni afferenti al fondo o al comparto (il richiamo del comma 3-bis comporta tra l'altro la cessazione delle funzioni degli organi del fondo, ivi comprese quelle spettanti all'assemblea dei quotisti) e attribuiscono ogni competenza gestoria dei nuovi rappresentanti del patrimonio separato, i quali *“provvedono secondo quanto disposto dal comma 3-bis”*.

La crisi, quindi, determina uno sdoppiamento della funzione gestionale, con emersione di una distinta figura (quella dei liquidatori del fondo o del comparto), il cui compito è funzionale alla liquidazione dei patrimoni separati. In questa dimensione teleologica i liquidatori esercitano *“i poteri di amministrazione degli stessi”*.

Il richiamo al comma 3-bis, pur attuato in modo non del tutto perspicuo, appare idoneo a ricondurre, nell'alveo della liquidazione del singolo fondo o comparto, l'intera disciplina dettata dall'art. 57, comma 3-bis, TUF⁹. La liquidazione del singolo fondo o comparto si svolge quindi secondo i canoni della liquidazione coatta amministrativa, nei limiti in cui essa è applicabile alla SGR, e con gli effetti propri della procedura concorsuale¹⁰.

⁹ La norma dispone che *“Si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 83, 86, ad eccezione dei commi 6 e 7, 87, commi 2, 3 e 4, 88, 89, 90, 91 ad eccezione dei commi 2 e 3, 92, 93 e 94 del T.U. bancario, nonché i commi 4 e 5 del presente articolo. I partecipanti ai fondi o ai comparti hanno diritto esclusivamente alla ripartizione del residuo netto di liquidazione in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione; dalla data dell'emanazione del decreto di liquidazione coatta amministrativa cessano le funzioni degli organi del fondo.* (art. 57, comma 3-bis, ult. per.)

¹⁰ A questa conclusione è pervenuta anche la – per ora – sporadica giurisprudenza in materia: v. Trib. Roma, 1 aprile 2014 (inedita), con la quale quel Giudice ha dichiarato *“l'improseguibilità delle domande formulate da parte attrice”* nei confronti di un fondo comune di investimento immobiliare, posto in liquidazione ai sensi dell'art. 57, comma 6-bis, TUF (qualificato come *“liquidazione coatta amministrativa”*). Reputa il Tribunale che *“in virtù del combinato disposto di cui agli artt. 83, terzo comma del D. lgs 1.9.1993, n. 385 (TUB) e 57, terzo comma del D.lgs 24.2.1998, n. 58 (TUF), dalla data di insediamento degli organi liquidatori e, comunque, dal*

L'assenza di ogni disposizione che attribuisca ai liquidatori del fondo o del comparto poteri volti a far valere un'ipotetica responsabilità sussidiaria della SGR per le obbligazioni contratte per conto del patrimonio separato insolvente sembra confermare l'integrale e biunivoca insensibilità dei rispettivi patrimoni alle obbligazioni afferenti al fondo e alla SGR.

3. La regola della integrale separazione patrimoniale dei fondi appare funzionale anche alla circolazione del compendio, secondo le disposizioni del TUF.

Nella vicenda attinente alla sostituzione del gestore, infatti, potrebbero interferire in misura rilevante la sussistenza di rapporti debitori che, sia pur in via sussidiaria, potrebbero implicare la responsabilità della SGR sostituita per un'insolvenza del fondo o del comparto provocata dalla SGR subentrante. Ciò potrebbe depotenziare (sia pur nei limiti dei soli fondi già operanti anteriormente alla novella del 2010) lo strumento della sostituzione del gestore.

Ai limitati fini che qui interessano, può infatti osservarsi che la disciplina preclude ai partecipanti al fondo qualsiasi ingerenza nell'attività di gestione e pone ad essi rigorosi limiti di intervento nelle vicende del fondo (accentuando così il tratto della responsabilità gestionale dell'intermediario). Tale regime soffre un'eccezione per i soli *“fondi chiusi diversi dai FIA riservati”*. Infatti in virtù

terzo giorno successivo alla data di adozione del provvedimento che dispone la liquidazione coatta amministrativa non può essere promossa, o proseguita alcuna azione”.

Per quanto qui interessa, il Tribunale osserva che *“In seguito alla sopravvenienza in corso di causa della sentenza n. 3/2014 del Tribunale di B. che ha dichiarato la liquidazione coatta amministrativa del Fondo in questione, tuttavia, la gestione del Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso (...) non è più attribuita alla X SGR s.p.a. in liquidazione, bensì agli organi competenti per la liquidazione coatta amministrativa del Fondo nominati dalla Banca d'Italia. Ne deriva l'improseguibilità delle domande articolate da Y e dalla Z nei confronti della X SGR s.p.a. in liquidazione, la quale, in seguito al provvedimento che ha disposto la liquidazione coatta amministrativa del Fondo (...), non è più legittimata a stare in giudizio in nome e per conto dello stesso, spettando, la relativa legittimazione, ai competenti organi della liquidazione (omissis)”*.

della recentissima modifica della disciplina del TUF, introdotta con il comma 3 dell'art. 37 (inserito dall'art. 4 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014.), *“il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione.”*

In attesa delle disposizioni regolamentari, che daranno attuazione a questa rilevante modifica del regime dei fondi comuni di investimento¹¹, può osservarsi che alla delibera di un organo corporativo, peraltro formato da soggetti diversi rispetto ai partecipanti al capitale della SGR, sono attribuiti poteri che tendenzialmente condizionano le scelte degli amministratori della società. Infatti, pur non riproducendo il termine *“vincolanti”* (presente invece nella formulazione del previgente comma 2-*bis* dell'art. 37), la norma sembra prevedere l'adozione di delibere dell'assemblea dei quotisti miranti a determinare un'attività negoziale degli organi della SGR, in senso traslativo della gestione del fondo o del comparto, verso la società cessionaria¹². Per tali delibere, quindi, si pone la necessità di valutare i termini e i limiti delle rispettive sfere di competenza di quegli organi; il che involge una problematica analoga a quella della vincolatività delle delibere assembleari, in ambito societario, resa ora ancor più delicata dalla mancata attribuzione del carattere *“vincolante”* alle delibere dell'assemblea dei parteci-

¹¹ In sostituzione e ad integrazione di quelle dettate dal D.M. n. 197 del 2010, per le quali cfr. DELLA VECCHIA, *D.M. n. 197 del 2010: le modifiche alla disciplina dei fondi comuni di investimento*, in *Società*, 2011, pp. 290 ss.

¹² Su questi profili, cfr. DELLA VECCHIA, *op. cit.*, pp. 295 ss; IOCCA, *Commento all'art. 37*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di Vella, I, Torino, 2012, p. 428.

panti. La nuova disciplina pone inoltre rilevanti problemi di diritto transitorio¹³, dovendosi stabilire tra l'altro se le nuove regole impongono inderogabili *quorum* costitutivi e deliberativi per la suddetta assemblea e se ad essa, oltre alle competenze espressamente previste, possa essere attribuita una ulteriore sfera di ingerenza nella dinamica gestoria dei fondi.

Leonardo Di Brina

*Ordinario di Diritto Commerciale
nell'Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma*

¹³ Per la disciplina transitoria, si confronti l'art. 15 del D. lgs. 4 marzo 2014, n. 44.

PARTE PRIMA

VARIETA'

**IL MICROCREDITO IN ITALIA:
ALCUNE RIFLESSIONI PER UN ASSETTO
REGOLAMENTARE EFFICACE***

ABSTRACT: *In August 2010 the Italian Banking Law has been emended in order to incorporate microcredit too. The Italian Legislator introduced two different typologies of microcredits in the Italian financial system, one addressed to small producers financially excluded and one targeted to socially excluded and very vulnerable beneficiaries. Nevertheless, after almost four year this reform has not been implemented because the regulation has not been approved yet. However, some of the solutions and conditions introduced by the Italian Parliament do not seem consistent with international best practices and may determine distortive outcomes as well as may limit the development of microcredit institutions in Italy.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Microcredito e microfinanza: i principali aspetti gestionali. - 3. Il microcredito nel Testo Unico Bancario ed il regolamento attuativo. - 4. Alcune criticità della disciplina italiana del microcredito. - 5. Conclusioni.

1. Fin dall'inizio della crisi finanziaria del 2007 si è discusso molto nei paesi maggiormente avanzati circa le potenzialità del microcredito e della microfinanza per promuovere l'autoimpiego e ridurre la disoccupazione. Il D. Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010, che ha recepito nel nostro ordinamento la direttiva europea in materia di credito al consumo, ha sottoposto ad una profonda revisione la disciplina di diverse tipologie di soggetti operanti nel settore finanziario contenuta

* Contributo approvato dai revisori.

nel Titolo V del Testo Unico Bancario (D. Lgs. n. 385 del 1° settembre 1993). Tra i principali cambiamenti introdotti dal Legislatore, si rilevano per la prima volta in Italia una disciplina del microcredito, contenuta nell'art. 111 TUB, ed una definizione dell'Organismo preposto ai controlli sul microcredito, rinvenibile all'art. 113 TUB¹.

Tuttavia, la disciplina del microcredito in Italia è ben lungi dall'essere definita poiché a distanza di quasi quattro anni dalla riforma del Titolo V del TUB i regolamenti attuativi previsti all'art. 111, comma 5, non sono stati ancora approvati, ancorché siano stati predisposto dal Ministero dell'economia e delle finanze e siano stati condivisi e discussi in bozza con gli operatori del settore nell'estate del 2013.

La norma primaria che disciplina il microcredito in Italia non appare, ad opinione degli autori, del tutto soddisfacente, in quanto non tiene adeguatamente conto delle peculiarità del microcredito e della microfinanza rispetto ad altre forme di intermediazione. Inoltre, l'orientamento assunto dal Legislatore non affronta alcuni aspetti salienti del microcredito, quali la natura delle istituzioni di microfinanza e il *funding* delle stesse, ed appare alquanto difforme rispetto alle *best practices* internazionali in fatto di microfinanza. Tutto ciò potrebbe determinare degli effetti distorsivi che, in ultima analisi, potrebbero deprimere lo sviluppo della microfinanza in Italia e circoscrivere significativamente le potenzialità operative di tale tecnica anziché favorirne lo sviluppo.

Il presente lavoro al paragrafo 2 ripercorre i tratti essenziali del microcredito e della microfinanza, nell'intento di chiarire i principali aspetti gestionali delle istituzioni di microfinanza, che dovrebbero essere alla base di qualsiasi scelta di regolamentazione. Nel terzo paragrafo vengono analizzate criticamente l'attuale

¹ Il presente articolo è frutto della collaborazione dei due autori. Tuttavia, sono riconducibili a G. Vecchio i paragrafi 1 e 2, mentre sono stati predisposti da G. Vento i paragrafi 3, 4 e 5.

disciplina del microcredito in Italia, contenuta negli articoli 111 e 113 del Testo Unico Bancario, nonché la bozza di regolamento attuativo dell'art. 111, comma 5, del TUB oggetto di consultazione pubblica da parte del Ministero dell'economia e delle finanze nell'estate del 2013. Il paragrafo 4 affronta le principali criticità contenute nella nuova disciplina del microcredito in Italia, proponendo altresì alcune problematiche non ancora affrontate dal Legislatore. Il paragrafo 5 delinea le principali conclusioni della ricerca.

2. Al fine di poter meglio comprendere la portata e gli effetti della disciplina sul microcredito in Italia recentemente voluta dal nostro Legislatore, appare opportuno analizzare brevemente le principali caratteristiche operative e gestionali delle istituzioni di microcredito e microfinanza nel panorama internazionale. Tale approccio risulta essere quantomai necessario nella misura in cui il microcredito rappresenta un fenomeno molto recente nel contesto italiano e, a differenza di quanto si registri in taluni Paesi dell'Asia o dell'America Latina, in Italia non vi sono ancora prassi efficaci, consolidate ed universalmente riconosciute; in tale contesto, quindi, un orientamento normativo lacunoso o errato potrebbe avere degli effetti fortemente distorsivi sul settore, limitandone lo sviluppo.²

Con il termine "microcredito" si indica generalmente l'offerta di prestiti di ammontare ridotto, a soggetti finanziariamente esclusi (cosiddetti "non bancabili") e privi di garanzie, per finalità produttive. Nonostante non vi sia in letteratura una definizione di microcredito universalmente condivisa, si ritiene solitamente che gli elementi distintivi del microcredito siano tre:

² Per un approfondimento sulla nozione di microcredito cfr. LA TORRE, *Vento* (2006), Cap. 3; ARMENDARIZ, *Morduch* (2010).

1) il fatto che i crediti erogati siano di ammontare modesto (il concetto di “modesto ammontare” è relativo e varia da poche decine di dollari nei Paesi del sudest asiatico fino a migliaia di euro in Europa);

2) i beneficiari, che devono essere soggetti finanziariamente esclusi e spesso privi di adeguate garanzie, i quali non sarebbero finanziabili dal sistema finanziario tradizionale sulla base delle usuali tecniche di selezione della clientela;

3) lo scopo dei microcrediti, che devono essere finalizzati a finanziare attività produttive e non di mero consumo.

La suddetta definizione di microcredito è largamente diffusa e condivisa nei Paesi in cui operano numerose istituzioni di microfinanza e il microcredito rappresenta una parte significativa dell’intermediazione finanziaria, mentre in Italia, come vedremo, la concezione di microcredito fatta propria dal Legislatore si discosta sensibilmente da quelle che sono le prassi operative maggiormente consolidate.

Il microcredito, inoltre, non deve essere confuso con la microfinanza, che rappresenta un concetto maggiormente ampio che include il microcredito assieme ad altri servizi finanziari, quali la raccolta dei depositi di modesto ammontare, il microleasing, il micro venture capital e la microassicurazione. Tra tali servizi, tuttavia, il microcredito rappresenta quello maggiormente popolare e diffuso sia nei Paesi in via di sviluppo che in quelli maggiormente avanzati.

In secondo luogo, il microcredito viene erogato dalle istituzioni di microfinanza, che, a seconda delle giurisdizioni e delle relative norme, sono rappresentate da almeno quattro diverse tipologie di intermediari creditizi:

1) le organizzazioni non governative e altri enti *no profit*, che operano in larga parte con fondi di donatori domestici e internazionali;

2) le *credit unions*, le *Rotating Saving and Credit Associations* (ROSCAs) e altre istituzioni simili, che erogano microcrediti soltanto ai propri associati utiliz-

zando in massima parte fondi raccolti tra gli associati stessi;

3) le banche specializzate nella microfinanza, laddove - data la rilevanza del fenomeno - il Legislatore ha previsto che vi possano essere delle banche attive in tale segmento dell'intermediazione, le quali solitamente devono rispettare requisiti patrimoniali meno stringenti rispetto a quelli previsti per le banche commerciali, nonché non devono sottostare alle stesse norme per quanto riguarda l'assetto organizzativo e la *governance*;

4) le banche commerciali che decidono di interagire con un segmento di clientela in precedenza non considerato (cosiddetto *downscaling commercial banking*) poiché ritenuto non sufficientemente redditizio o poco attraente.

Questa classificazione, che nella sostanza si ritrova in molti ordinamenti in cui il microcredito e la microfinanza rappresentano un fenomeno significativo, viene del tutto tralasciata nella riforma del Testo Unico Bancario qui esaminata.

Per altro aspetto, venendo alle principali caratteristiche gestionali del microcredito, appare opportuno, ai fini dell'analisi della normativa italiana, soffermarsi almeno su due aspetti cruciali, che rendono il microcredito peculiare ma anche molto efficace rispetto all'intermediazione creditizia tradizionale:

1) il livello dei tassi di interesse praticato dalle istituzioni di microcredito;

2) le specificità nelle tecniche di selezione e monitoraggio dei clienti affidati.

Con riferimento al livello dei tassi di interesse, vi è una sostanziale unanimità di vedute circa il fatto che il microcredito debba essere erogato a tassi in linea o superiori rispetto a quelli di mercato praticati dalle istituzioni creditizie tradizionali, poiché il livello di costi operativi per unità di credito erogata dalle istituzioni di microfinanza sono superiori rispetto a quelli delle banche commerciali, che erogano prestiti di maggiore ammontare e beneficiano di maggiori economie di scala e di scopo. Soltanto un livello adeguato dei tassi di interesse

può garantire la sostenibilità nel futuro delle istituzioni di microfinanza e quindi la continuità nell'offerta di microcredito nel tempo. Inoltre, numerosi studi empirici evidenziano come l'offerta di microcrediti a condizioni agevolate peggiori la qualità del portafoglio creditizio delle istituzioni di microfinanza, in quanto la presenza di sussidi sui tassi di interesse finisce per attrarre dei beneficiari che non rappresentano il target tipico delle istituzioni di microcredito, bensì clienti che, piuttosto, sono attratti dal microcredito per via del basso costo del danaro. A tale riguardo, si ritiene che la scarsa efficacia di numerosi programmi di promozione dell'iniziativa economica realizzati mediante crediti concessi a tassi agevolati negli scorsi decenni in Italia possa avvalorare questa tesi.

Per quanto riguarda la specificità nelle tecniche di selezione e monitoraggio della clientela da parte delle istituzioni di microcredito, giova ricordare che uno dei maggiori punti di forza del microcredito risiede nel fatto che le istituzioni di microcredito hanno la capacità di valorizzare degli elementi intangibili, quali il senso di appartenenza ad una comunità piuttosto che la reputazione del potenziale beneficiario, che invece le banche tradizionali non considerano affatto nel processo di *screening* della potenziale clientela. Alla luce di tali differenze nelle tecniche di selezione e monitoraggio della clientela, le istituzioni di microcredito utilizzano comunemente quali metodologie di mitigazione del rischio di credito procedure quali i "gruppi solidari" o gli "incentivi dinamici", che hanno fatto la fortuna della microfinanza negli scorsi decenni³. Il ricorso ai gruppi solidari prevede che il soggetto beneficiario del microcredito faccia parte di un gruppo di microimprenditori auto selezionati che vengono finanziati individualmente, ma che si obbligano in solido a rispondere delle eventuali inadempienze degli altri membri del gruppo qualora esse si verificano. In tale contesto, quindi,

³ Per un approfondimento sulle specificità del microcredito si rimanda a ARMENDARIZ, Mor-
dudh, cit.

la pressione sociale tra i membri del gruppo solidale ed il “monitoraggio tra pari” finiscono per creare un forte incentivo al rimborso del prestito in capo a ciascun membro. Gli incentivi dinamici, invece, prevedono che i beneficiari dei microcrediti abbiano accesso in prima istanza ad un credito di modesto ammontare e soltanto se il microcredito viene rimborsato puntualmente essi possono accedere ad un credito di ammontare superiore.

A corollario della descrizione dei tratti salienti del microcredito, è interessante sottolineare come, dagli inizi della crisi finanziaria, l’Unione Europea ha riconosciuto nel microcredito uno strumento particolarmente efficace per fornire risposte ai problemi occupazionali determinati dalla crisi e, conseguentemente, ha posto in essere diversi programmi di incentivazione del microcredito che hanno come scopo ultimo una maggiore inclusione finanziaria e, più generalmente, un sostegno all’autoimpiego ed una riduzione della disoccupazione.

Queste brevi considerazioni descrittive, pur nella loro semplicità, indurrebbero a ritenere che qualora si ritenga che il microcredito sia uno strumento efficace per promuovere l’autoimpiego e ridurre la disoccupazione e si volesse intervenire a sostegno del settore, sarebbe necessario delineare un quadro normativo che sia coerente con le caratteristiche operative e gestionali sopra analizzate. Come si vedrà, invece, la definizione di microcredito fatta propria dal Legislatore italiano si distanzia non poco dal modello di *business* comunemente utilizzato dagli operatori sia in contesti maturi che in Paesi emergenti.

3. La riforma del titolo V del Testo Unico Bancario determinata dal recepimento in Italia della direttiva sul credito al consumo con il D. Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010 ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento una disciplina organica del microcredito, che in precedenza non era stato oggetto di alcuna attenzione da parte del Legislatore. La materia è stata poi sottoposta a re-

visione con due ulteriori modifiche contenute nell'art. 16 D. Lgs 14 dicembre 2010, n. 218 e dall'art. 3, comma 1, lett. da e) a i) del D. Lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

L'articolo 111 del Testo Unico Bancario recita, in primo luogo, che *in deroga all'art. 106, comma 1* – che prevede un'esclusiva di legge a favore degli intermediari finanziari autorizzati per l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma – *i soggetti iscritti in un apposito elenco, possono concedere finanziamenti ad una serie di persone fisiche o giuridiche, purché i finanziamenti* a) *non siano di ammontare superiore a euro 25.000 e non siano garantiti da garanzie reali; b) siano finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento del mercato del lavoro; c) siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati.*

In prima istanza, quindi, il Legislatore fa propria la definizione quantitativa di microcredito adottata in sede europea (ossia crediti fino a 25.000 euro), ma precisa che i microcrediti non possono essere assistiti da garanzia reale. Per altro aspetto, si ribadisce al punto c) che il microcredito deve essere accompagnato da "servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio".

Il secondo comma entra negli aspetti maggiormente gestionali delle istituzioni di microcredito, prevedendo che i soggetti destinatari della presente disciplina debbano avere specifiche forme societarie e – analogamente a quanto avviene per altri intermediari - che i soci debbano avere i requisiti di onorabilità necessari e gli esponenti aziendali debbano altresì avere i requisiti di professionalità. Ancora, si prevede che l'oggetto sociale sia limitato alle attività di cui al comma 1, mentre per il capitale minimo si rimanda al regolamento attuativo, non ancora approvato, che stabilisce un minimo di 5 volte il capitale minimo per una società per azioni, ovvero 600 mila euro.

Tuttavia, le principali novità della disciplina sono contenute al terzo comma dell'art. 111, che innova fortemente la declinazione di microcredito nel nostro ordinamento, fornendone una visione specificatamente orientata al sociale. Esso introduce il concetto di "microcredito sociale", prevedendo che i soggetti che possono esercitare il microcredito possono altresì erogare *in via non prevalente finanziamenti a favore di persone fisiche in condizioni di vulnerabilità economica o sociale, purché i finanziamenti concessi siano di importo massimo di euro 10.000, non siano assistiti da garanzie reali, siano accompagnati da prestazioni di servizi ausiliari di bilancio familiare, abbiano lo scopo di consentire l'inclusione sociale e finanziaria del beneficiario e siano prestati a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato.* Il Legislatore, pertanto, stabilisce che le istituzioni di microcredito possono erogare in maniera non prevalente crediti di modesto ammontare, unitamente a "servizi ausiliari di bilancio familiare" – formula questa, a parere di chi scrive, alquanto criptica e nebulosa – a condizioni più favorevoli rispetto a quelle di mercato. Si comprende, pertanto, come la visione del Legislatore italiano sia fortemente orientata al sociale, senza tuttavia delineare in quale modo le istituzioni di microcredito possano offrire servizi finanziari e di sostegno alle famiglie a condizioni più favorevoli rispetto a quelle di mercato pur mantenendo una condizione di equilibrio economico.

Il terzo comma bis dell'art. 111 prevede che le attività di cui al comma 3 e quelle di cui al comma 1 debbano essere esercitate congiuntamente, delineando in tal modo più dettagliatamente il modello di microcredito pensato per il contesto italiano.

Il quarto comma apre alla possibilità che soggetti giuridici senza fini di lucro con talune caratteristiche possano altresì offrire microcrediti sociali, a tassi adeguati a consentire il mero recupero delle spese sostenute dal creditore.

Il quinto comma stabilisce, infine, che il Ministro dell'economia e delle finanze dovrà regolamentare il microcredito, anche disciplinando i requisiti concernenti i beneficiari e le forme tecniche dei finanziamenti; i limiti alle condizioni applicate ai microcrediti; le caratteristiche che i soggetti senza fini di lucro di cui al comma 4 devono rispettare; le informazioni da fornire alla clientela.

Come accennato in precedenza, i regolamenti attuativi dell'art. 111, a distanza di quasi quattro anni, non sono stati ancora approvati. Riteniamo pertanto utile ripercorrere i tratti salienti delle bozze di regolamento resa pubblica dal MEF nell'estate del 2013, anche al fine di contribuire con il presente lavoro al dibattito sulla regolamentazione del microcredito in Italia⁴. Il regolamento attuativo sottoposto a consultazione pubblica declina, come è ovvio, alcuni degli aspetti soltanto accennati dal Legislatore all'art. 111 del Testo Unico Bancario.

In primo luogo, il decreto distingue tra "Microcredito per l'avvio o lo sviluppo di iniziative imprenditoriali e per l'inserimento nel mercato del lavoro" e "Finanziamenti destinati a promuovere progetti di inclusione sociale e finanziaria", ribadendo l'approccio dicotomico deciso per il contesto italiano. Con riferimento alla prima tipologia di microcrediti, la bozza di regolamento ministeriale all'art. 1, comma 2, individua quale target delle istituzioni di microcredito imprese di piccole dimensioni, variamente definite, che operino da meno di tre anni, ovvero da meno di cinque anni se hanno già beneficiato di un microcredito. La norma secondaria, pertanto, declina il microcredito a favore esclusivamente di imprese giovani. L'articolo 2 della bozza di decreto individua la finalità dei finanziamenti, mentre l'art. 3 affronta la controversa materia dei servizi ausiliari di assistenza e consulenza. A tale riguardo, il Ministro stabilirebbe che

⁴ Il testo della bozza di decreto sottoposto a consultazione pubblica è disponibile sul sito web del MEF, www.dt.tesoro.it

l'istituzione di microcredito debba offrire almeno due dei seguenti servizi ausiliari:

- a) supporto alla definizione della strategia di sviluppo dell'attività finanziata;
- b) formazione sulle tecniche di amministrazione dell'impresa, sotto il profilo della gestione contabile, della gestione finanziaria, della gestione del personale;
- c) formazione sull'uso di tecnologie più avanzate per innalzare la produttività dell'attività;
- d) supporto alla definizione dei prezzi e delle strategie di vendita con l'effettuazione di studi di mercato;
- e) informazioni circa i servizi disponibili sul mercato per la soluzione di problemi legali, fiscali e amministrativi.

La gamma di servizi ausiliari di assistenza e consulenza che il regolamento impone di offrire alle istituzioni di microcredito appare adeguata ed in linea con le migliori pratiche di mercato. Si prevede, inoltre, che tali servizi possano essere realizzati internamente, ovvero affidati in *outsourcing*, secondo una prassi non affatto comune all'estero nel variegato mondo della microfinanza.

L'art. 4 della bozza di regolamento prevede *in nuce* un meccanismo di "incentivi dinamici", nella misura in cui si stabilisce che i finanziamenti possano eccedere il limite di 25.000 euro, per un ammontare di ulteriori 10.000 euro, qualora in buona sostanza il cliente abbia adempiuto puntualmente al pagamento delle ultime sei rate del finanziamento. Inoltre, coerentemente a quanto praticato dalle istituzioni di microfinanza in tutto il mondo, si stabilisce che i rimborsi del capitale e degli interessi debbano avere una frequenza almeno mensile e la durata del credito debba essere a breve termine.

Il titolo II della bozza di regolamento va oltre i tradizionali confini del microcredito, stabilendo che i finanziamenti destinati a promuovere progetti di in-

clusione sociale e finanziaria siano erogati a favore di soggetti particolarmente vulnerabili. La norma, tuttavia, prevede che i finanziamenti siano destinati all'acquisto di beni o servizi necessari al soddisfacimento di bisogni primari del soggetto finanziato o di un membro del proprio nucleo familiare. In tale ambito, rientrano tra i bisogni primari le spese mediche, i canoni di locazione, le tariffe per l'accesso a servizi pubblici essenziali, quali quelli di trasporto ed energetici, etc. Inoltre, il regolamento prevede che tali finanziamenti debbano essere concessi a tassi agevolati.

Il titolo III della bozza di regolamento attua l'art. 111 TUB, comma 2, declinando i requisiti previsti per l'iscrizione dell'elenco di cui all'art. 111, comma 1, TUB, nonché i requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale e i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione.

Di maggiore interesse risulta essere il titolo IV del regolamento, che attua l'art. 111, comma 4, TUB. Tale titolo stabilisce sostanzialmente che i microcrediti "sociali", di modesto ammontare e destinati a soggetti particolarmente vulnerabili, possono essere erogati da una pluralità di soggetti *no profit*, quali associazioni e fondazioni aventi personalità giuridica, società di mutuo soccorso, aziende pubbliche di servizi alla persona, cooperative riconosciute come organizzazioni non lucrative di utilità sociale e cooperative sociali. Il regolamento stabilisce che tali finanziamenti debbano essere concessi a tassi di particolare favore.

Infine, tra le disposizioni finali della bozza di regolamento si segnala all'art. 14 una sorta di *leverage ratio*, nella misura in cui si determina che *gli operatori iscritti nell'elenco di cui all'art. 111, comma 1 del TUB possano acquisire risorse a titolo di finanziamento per un ammontare non superiore a sedici volte il patrimonio netto*. Si vuole in tal modo evitare che le istituzioni di microcredito facciano un eccessivo ricorso alla leva finanziaria.

La nuova disciplina del microcredito in Italia è completata dall'art. 113 del Testo Unico Bancario, il quale stabilisce il regime dei controlli sull'elenco previsto dall'art. 111. Tale regime è alquanto originale per il nostro ordinamento, in quanto introduce alcuni elementi di *self-regulation* presenti nei sistemi finanziari anglosassoni. In particolare, l'art. 113 prevede che la Banca d'Italia tenga l'elenco previsto dall'art. 111 e vigili sul rispetto da parte degli iscritti della disciplina cui essi sono sottoposti. La Banca d'Italia può altresì disporre la cancellazione dall'elenco al verificarsi di taluni eventi e può imporre agli iscritti il divieto di intraprendere nuove operazioni, analogamente a quanto avviene con altre tipologie di intermediari finanziari. Tuttavia, il quarto comma dell'art. 113 prevede che quando il numero degli iscritti sarà sufficiente per consentire la costituzione di un Organismo, esso sarà costituito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia. L'Organismo svolgerà ogni attività necessaria per la gestione dell'elenco, determinerà la misura dei contributi a carico degli iscritti, entro il limite del cinque per mille dell'ammontare dei prestiti concessi e vigilerà sul rispetto della disciplina da parte degli iscritti cui sono sottoposti anche ai sensi dell'art. 111, comma 5. L'Organismo, infine, sarà sottoposto a vigilanza da parte di Banca d'Italia, mentre il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, disciplinerà la struttura, i poteri e le modalità di funzionamento dell'Organismo, nonché i requisiti, ivi compresi quelli di professionalità e onorabilità, dei componenti degli organi di gestione e controllo dell'Organismo stesso.

4. L'articolata disciplina del microcredito, pur avendo il pregio di cercare di sistematizzare una materia nuova e complessa, desta talune perplessità tra gli operatori e gli studiosi.

In primo luogo, la previsione normativa di cui al primo comma dell'art. 111 del Testo Unico bancario ha significative implicazioni sotto il profilo gestionale delle istituzioni di microcredito. In particolare, il fatto che si preveda esplicitamente che i microcrediti non possano essere assistiti da garanzia reale potrebbe contribuire a limitare la sfera operativa delle istituzioni di microcredito. Vero è che, come accennato nel paragrafo 2, le istituzioni di microcredito operano generalmente con soggetti privi di garanzie; tuttavia non appare chiaro il motivo per il quale, qualora un potenziale beneficiario di un microcredito si trovasse ad avere un bene da offrire a garanzia, questi non possa farlo *ex legem*.

Inoltre, il punto c) del primo comma prevede esplicitamente che le istituzioni di microfinanza, coerentemente alle *best practices* internazionali, debbano offrire servizi di assistenza e monitoraggio; al riguardo è bene rammentare che tali servizi di assistenza e monitoraggio hanno determinato il successo della microfinanza nel passato e rappresentano uno degli elementi distintivi del microcredito rispetto altre forme di intermediazione creditizia. Tuttavia, è evidente che l'offerta di tali servizi ingenererà dei costi ulteriori per le istituzioni di microfinanza, che difficilmente potranno essere sostenuti dalle stesse istituzioni, dati i vincoli imposti dal Legislatore sulle politiche di *pricing* del microcredito. Conseguentemente, è ragionevole ipotizzare che solo un numero molto ristretto di istituzioni di microcredito sarà in grado di soddisfare le previsioni normative mantenendo, al contempo, una condizione di sostenibilità economica.

Il secondo comma non presenta particolari profili di criticità, salvo il fatto che considerando il panorama dei soggetti attualmente operanti a vario titolo nel microcredito in Italia, non sono in molte le istituzioni in grado di rispettare i requisiti patrimoniali minimi per poter operare. Appare opportuno sottolineare come in altre giurisdizioni le istituzioni di microcredito che si limitano ad offrire microcrediti, senza raccogliere risparmio tra il pubblico ovvero senza offrire altri

servizi finanziari, sono sottoposte a requisiti patrimoniali non particolarmente stringenti, nell'intento di facilitare l'accesso al mercato e, quindi, ridurre quanto più possibile il fenomeno dell'esclusione finanziaria.

Il comma tre, invece, appare particolarmente controverso, nella misura in cui, se da una parte appare lodevole immaginare l'offerta di servizi finanziari a favore di persone particolarmente vulnerabili, d'altro canto non si coglie come le istituzioni di microcredito possano offrire tali servizi, assieme a *servizi ausiliari di bilancio familiare, a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato*. Nella sostanza è ragionevole ritenere che soltanto un numero molto ristretto di istituzioni di microcredito che riescono a fornire servizi di assistenza tecnica attingendo a sostegni su base volontaristica ed ottengono fondi da donatori a condizione di favore o senza obbligo di rimborso saranno in grado di offrire tali servizi alle famiglie maggiormente svantaggiate. Risulta comunque evidente che le stringenti previsioni legislative circa i servizi ausiliari di bilancio familiare e le condizioni più favorevoli di offerta dei microcrediti determineranno che tale microcredito "sociale" sarà offerto in circostanze del tutto eccezionali e per volumi molto ridotti. Conseguentemente, esso non inciderà in maniera significativa sul fenomeno dell'esclusione finanziaria.

In altri ordinamenti, viceversa, è prassi che il microcredito sia erogato a condizioni non di favore, tenuto conto dei più elevati costi operativi insiti nella microfinanza e non si ravvisano altrove norme primarie che pongano dei limiti ai costi dell'offerta del credito. Inoltre, le attività di assistenza tecnica ancillari al microcredito - che a ragione hanno determinato la fortuna di tale tecnica finanziaria poiché consentono, tra l'altro, di migliorare la capacità di rimborso dei debitori - sono comunemente utilizzate in tutto il mondo ma non già poiché imposte da norme primarie, quanto piuttosto perché ritenute dagli operatori complementari all'erogazione di servizi finanziari.

Il quarto comma dell'art. 111 consente a soggetti senza fini di lucro, aventi specifiche caratteristiche, di offrire microcrediti sociali. In tal modo il Legislatore conferma la visione duale, tipica del "modello italiano" di microcredito, tale per cui anche soggetti che non sono istituzionalmente orientati a fare microcredito possono erogare prestiti di piccolo ammontare e servizi di supporto alle famiglie, purché i crediti siano erogati a tassi adeguati a consentire il mero recupero delle spese sostenute. Anche in questo caso, quindi, si conferma la natura residuale del microcredito, poiché da una parte, nella realtà italiana, non si vede come tali soggetti senza fini di lucro possano reperire fondi per erogare microcrediti, se non attraverso la raccolta di donazioni; per altro aspetto, il nostro Legislatore ribadisce al quarto comma che tali microcrediti siano destinati esclusivamente a fini sociali, senza alcun riferimento agli scopi produttivi e microimprenditoriali, che invece rappresentano un caposaldo della microfinanza a livello mondiale.

Anche le modalità di funzionamento dell'Organismo di vigilanza di cui all'art. 113 del testo Unico Bancario destano talune perplessità poiché, da una parte, le soluzioni di *self-regulation* e *self-supervision*, relativamente comuni nei Paesi anglosassoni, hanno dimostrato in passato molti problemi in termini di efficacia e sono state progressivamente accantonate. Per altro aspetto, si ritiene alquanto inverosimile che in tempi ragionevoli i volumi di microcredito erogati in Italia e la numerosità delle istituzioni di microcredito consentano di costituire l'Organismo di cui all'art. 113 TUB.

5. La disamina dell'art. 111 del Testo Unico Bancario e della bozza di regolamento attuativo evidenzia una visione del microcredito nel disegno del Legislatore alquanto residuale e non sempre concorde con le pratiche internazionali. Il fatto che si faccia rientrare nell'alveo del microcredito l'offerta di prestiti di

modesto ammontare ad imprese costituite da poco tempo rappresenta soltanto uno dei possibili criteri di identificazione dei potenziali beneficiari; nella maggior parte degli ordinamenti il microcredito si rivolge sia ad imprese “giovani” che ad una clientela che opera da molto tempo.

Appare ragionevole ritenere che, con il quadro normativo del 2010, una volta approvato il regolamento attuativo del MEF, il microcredito continuerà ad essere in Italia un fenomeno di nicchia, anche perché nonostante un perimetro normativo maggiormente delineato rimangono irrisolti gli orientamenti gestionali delle istituzioni di microcredito, il modello di *business* che tali istituzioni potranno adottare e le opzioni di *funding* delle istituzioni stesse. A fronte di una pluralità di attività richieste agli operatori, non si coglie come essi possano realizzarle in condizioni di economicità se i crediti devono necessariamente essere erogati a tassi inferiori rispetto a quelli di mercato.

In conclusione, il quadro normativo sul microcredito qui analizzato si ritiene che possa limitatamente incidere sulla riduzione dell’esclusione finanziaria nel nostro Paese. Al contempo, il fatto che, anche grazie all’assetto normativo qui discusso, il microcredito in Italia continui ad essere un fenomeno circoscritto, rappresenta un elemento di sollievo per il sistema bancario tradizionale, che non vedrà accrescere la concorrenza proveniente dagli operatori di microfinanza nel segmento *retail*.

Gianfranco A. Vento

*Associato di Economia degli Intermediari Finanziari
nell’Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma*

Gisela C. Vecchio

*Dottore di Ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria
nell’Università La Sapienza di Roma*

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

HIGH COURT OF JUSTICE

NEUTRAL CITATION NUMBER: [2014] EWHC 142 (Comm)

Intermediazione finanziaria – Contratti derivati – Comuni italiani – Criteri di validità del derivato

(Art. 41 legge 448/2001; D.M. n. 389 del 1 dicembre 2003; Circolare MEF del 27 maggio 2004)

Swap agreement Interest rate swap agreement. The defendant entered two interest rate swaps with an Italian local authority. The claimant entered a third swap with the authority, which the Italian Court of Auditors of the Regional Chamber of Control for Campania found to be an impermissible derivative transaction under a decree. The claimant issued proceedings against the defendant on the basis that the second swap had been void. The Commercial Court, in dismissing the claim, held that the claimant had failed to show that: (i) the decree did not permit restructuring of principal; (ii) the second swap had resulted in an increasing profile; and (iii) there was a premium.

Case No: 2011 Folio 1194

IN THE HIGH COURT OF JUSTICE
QUEEN'S BENCH DIVISION
COMMERCIAL COURT

Royal Courts of Justice
Strand, London, WC2A 2LL

Date: 31/01/2014

Before :

MR JUSTICE BURTON

Between :

HSH NORDBANK AG (Claimant)

And

INTESA SANPAOLO SpA (Defendant)

David Wolfson QC and Adam Rushworth (instructed by Watson, Farley &
Williams LLP) for the Claimant

Sonia Tolaney QC and Tom De Vecchi (instructed by Simmons & Simmons
LLP) for the Defendant

Hearing dates: 10, 11, 12, 16 and 17 December 2013

Approved Judgment

I direct that pursuant to CPR PD 39A para 6.1 no official shorthand note shall be taken of this Judgment and that copies of this version as handed down may be treated as authentic.

.....

MR JUSTICE BURTON

Mr Justice Burton :

1. This has been the hearing of a claim by HSH Nordbank AG (“the Claimant”), a substantial international bank based in Hamburg, against Intesa Sanpaolo SpA, which, as a result of a merger on 1 January 2008, assumed all existing obligations of Banca OPI (both also substantial banks): I shall refer at all times to “the Defendant” without reference to such change of identity. The Claimant has been represented by David Wolfson QC with Adam Rushworth, and the Defendant by Sonia Tolaney QC with Tom De Vecchi. The hearing lasted 5 days. The only live factual witness was called by the Claimant, being Mr McNicholas, a senior lawyer, formerly practising at the Canadian Bar, then as an English solicitor, and employed as Senior Legal Counsel by the Claimant in its London office from 2005 until 30 November 2011. Each side called an expert on Italian law, Professor Francesco Carbonetti for the Claimant and Professor Francesco Capriglione (who also adopted and presented a report from Professor Marco Sepe, a former legal adviser to the Ministry of Economy & Finance (“MEF”) for the Defendant), as experts in relation to Italian banking, financial and corporate legislation. Additionally, each party served a report by an expert

in the general practice as to derivatives, Ms Thu-Uyen Nguyen for the Claimant and Professor Carlo Mottura for the Defendant, most of whose opinions were agreed and provided helpful background. All three Professors gave evidence in Italian, which in this complex area would have rendered my task more difficult but for the excellence of the interpreter.

2. The dispute arises out of interest rate swap transactions entered into with an Italian Local Authority, the Comune di Benevento (“Benevento”), which had underlying loans from Cassa Depositi e Prestiti (“CDP”), a state-controlled company financing local authorities. On 21 February 2005, the Defendant entered into an interest rate swap transaction with Benevento (“the 2005 Swap”). On 4 May 2006, the Defendant and Benevento agreed to restructure the 2005 Swap (“the 2006 Swap”). Then Benevento decided that it wished to see if it could achieve better terms by encouraging competition between banks, and invited tenders in respect of a new swap transaction. Both the Claimant and the Defendant competed. The Claimant put forward a tender which was successful. Its presentation included the following:

“. . . [the Claimant] believes that the optimal solution is for [Benevento] to restructure its debts so as to obtain the following benefits:

Minimise the cost of the debt by taking advantage of the opportunities provided by the current favourable market conditions;

Optimise financial outlays;

Comply with current laws on the use of derivative instruments by public entities.

To this end, two restructuring strategies according to the following scheme:

A) Assignment of the existing interest rate swap contract between . . . Benevento and [the Defendant].

. . . Benevento will contact [the Defendant] and arrange for the replacement of [the Defendant] by [the Claimant] in the current interest rate swap contract at market value. Therefore, on the effective date of the assignment, [the Claimant] will take the place of [the Defendant] in the existing contract.

B) Restructuring of the debt

Once transferred, the swap will concurrently be restructured. The restructuring will comprise the flows deriving from the assigned swap and . . . Benevento loan contracts which are not part of this swap.”

3. The result of such successful tender by the Claimant was that the Defendant was removed and replaced by the Claimant by a novation of the 2006 Swap on identical terms (save that by virtue of the fact of substitution of the ISDA master agreement for the European Union Banking Federation Master Agreement the novated 2006 Swap was subject to English, rather than Italian law); but such 2006 Novated Swap was, as intended, immediately (“concurrently”) replaced by the terms upon the basis of which the Claimant had been successful in the tender, namely the “2007 Swap”. The Claimant and Benevento entered into an ISDA Master Agreement dated 3 August 2007, and on or about 6 August 2007 the Claimant, the Defendant and Benevento entered into the Novation Agreement, consisting of an ISDA Novation Agreement and Novation Confirmation, pursuant to which the Claimant made a payment to the Defendant of €8,972,000 (“the Novation Payment”). On 7 August 2007, the 2006 Novated Swap was replaced by the 2007 Swap on the different terms which had been the subject matter of the Claimant’s tender, but again subject to the ISDA Master Agreement.

4. Before the introduction of Law No. 448 of 28 December 2001 (“Financial Law 2002”), the ability of Italian municipalities to borrow from

private sector institutions was strictly limited. Financial Law 2002 liberalised the rules governing the financing of municipalities, while not removing all of the restrictions on borrowing previously in place. In addition to such liberalisation, Financial Law 2002 for the first time expressly permitted municipalities to enter into derivative contracts to lower their borrowing costs. Article 41 of Financial Law 2002 provided that a Ministerial decree was to be issued by the MEF, to set out the rules under which municipalities could use derivatives to manage their financial positions. In the exercise of this power, the MEF issued Decree 389 of 1 December 2003 (“Decree 389”), which in Article 3 sets out the permissible derivative transactions. The MEF also issued an explanatory Circular dated 27 May 2004 (“the Circular”) in order to “clarify certain aspects regarding interpretation necessary for the correct application of provisions” contained in Decree 389. It is common ground that the MEF both controlled and supervised the compliance of derivative transactions with Decree 389.

5. Article 3 of Decree 389 provides (in material part) as follows, as contained in a translation which was in the end accepted for the purposes of this hearing:

“2. Amortization

1. Contracts for the management of a sinking fund of outstanding principal or, alternatively, to conclude a swap for debt amortization, mentioned in article 41, paragraph 2, Law No 448 of December 28, 2001, may be concluded only with intermediaries with appropriate credit rating, as certified by internationally recognized rating agencies.

...

3. Derivative transactions

1. If borrowing transactions are in currencies other than the euro, coverage of the exchange rate risk must be provided through exchange rate swaps,

which are contracts between two parties that take the commitment to regularly exchange flows interest and principal denominated in two different currencies according to the procedures, timing and conditions stated in the contract.

2. In addition to the transactions referred to in paragraph 1 of this article and article 2 of this decree, the following derivative transactions are also allowed:

a) interest rate swap between two parties taking the commitment to regularly exchange interest flows connected to major financial market parameters according to the procedures, timing and conditions stated in the contract;

b) purchase of a forward rate agreement in which two parties agree on the interest rate that the buyer agrees to pay on a capital at a future date;

c) purchase of an interest rate cap in which the buyer is protected from increases in the interest rate payable above the set level;

d) purchase of an interest rate collar in which the buyer is guaranteed an interest rate to be paid, fluctuating within a predetermined minimum and maximum;

e) other derivative products containing combinations of the above that enable the transition from fixed to floating rate and vice versa when a predefined threshold has been reached or after an established period of time;

f) other derivative products aimed at restructuring debt, only if they do not have a maturity subsequent to that of the underlying liabilities. These operations are allowed when the flows received by the interested bodies are equal to those paid in the underlying liabilities and do not involve, at the time of their conclusion, an increasing profile of the present values of single payment flows, with the exception of a discount or premium to be paid at the conclusion of the transactions, not exceeding 1% of the notional of the underlying liabilities.”

6. The Circular, which is headed “Transactions in derivative financial instruments (Art. 3)”, reads as follows, in material part, again as translated:

“The types of derivatives transactions allowed, in addition to cross currency swaps to cover the exchange risk in the case of indebtedness in currency, are those expressly indicated in points a) to d) intended in the "plain vanilla" form. In particular, point a) excludes all optional forms, while points b), c) and d) refer exclusively to the purchase by the agency of the instruments there cited. The purchase of a collar implies the purchase of a cap and the contextual sale of a floor, permitted solely to finance the protection against an increase in interest rates furnished by the purchase of the cap. The level of the rate to be paid by the agency once the limits are met must be consistent with both the current market rates and with the cost of indebtedness prior to the derivatives transaction. Regarding the “other derivatives transactions” set out in letters e) and f), it should be clarified that these same must in any case be transferable into combinations of the types indicated in the letters a) to d). These types are in fact considered consistent with the containment of the exposure of the agency to financial risks resulting from the increase of interest rates and therefore with the objective of the containment of the cost of indebtedness.

Concerning the letter f) furthermore, the prohibition of an “increasing profile of actual values” refers, in the context of derivatives transactions, to the payments made by the agency. This prescription is to avoid that derivatives transactions should take place for which the payments by the agency are concentrated close to maturity, the exception being possible discounts or premiums, no greater than 1% of the face value of the underlying debt, so as to allow for the restructuring of the debt in the event that market conditions change with respect to what they were at the moment in which the debt was underwritten. Furthermore, said discount or premium must be determined with re-

spect to the start date (Regulation) of the derivatives transaction and applied exclusively to restructuring transactions provided for precisely in point f). Paragraph 3 limits to the monetary market, that is to say, to short-term interest rates, the realm of parameters by which all the derivatives transactions described in the preceding paragraphs can be indexed.”

7. As is recited at the outset of the Report dated 20 December 2007 of an administrative-accounting examination, conducted from 29-30 November 2007, of the City of Benevento by the Department of the State General Accounting Office of the MEF (“the MEF Report”), such report was ordered to be conducted of the City of Benevento by an order made by the MEF “to examine the legality and profitability of expenditures and the proper functioning of the services that, directly or indirectly, affect public finance . . . to examine the Entity’s debt, with particular reference to the Interest Rates Swap with sale of complex options”. The introduction recited that during the period examined the City had executed three swap contracts, the first two with the Defendant (the 2005 Swap and the 2006 Swap) and the third with the Claimant (the 2007 Swap), transactions which were to be described in detail in the course of the Report and “because this inspection was intended primarily to examine the swap contracts cited above, in particular the last one, the debt situation at the time such contracts were executed will be examined”.

8. The MEF Report and its conclusions were referred to the Court of Auditors of the Regional Chamber of Control for Campania which, after a public meeting of 18 June 2008 before five judges, reported on 24 July 2008. It is common ground that the decision of the Court of Auditors (“the Court of Auditors’ Decision”) was determinative in relation to its conclusions, to which I shall refer, although it is simply persuasive rather than binding on other Italian courts.

9. The Court of Auditors, upholding the MEF Report, found that the 2007 Swap failed to comply with Decree 389 in certain specific and identified respects, reporting in the second paragraph of its conclusions “that the financial transaction in derivatives concluded on 7 August 2007 presents the irregularity described in the grounds and calls . . . for all necessary action for the adoption of corrective measures.” There is some degree of dispute, but none material for the purposes of my decision, as to whether the consequence is that the 2007 Swap is thus void, or whether it is voidable to the intent that it subsequently requires to be declared void: it is also apparent that the recommendation as to what was required to rectify the 2007 Swap would have required subsequent consensual variation by Benevento and the Claimant, and this never occurred. As to the 2005 Swap and the 2006 Swap, after considerable addressing of those transactions, which were, as set out above, on different terms from the 2007 Swap, and in particular did not include the terms which the MEF and the Court of Auditors’ Decision found to be objectionable by virtue of the absence of a cap and collar on the interest rate and the presence of a series of complex optional alternatives, the MEF found, and the Court of Auditors’ Decision upheld, that both the 2005 and 2006 Swaps were, unlike the 2007 Swap, transactions which belonged to the “plain vanilla type”, namely that they did not fall outside the format permitted by Article 3. Subject to the fact that it could not from the documentation produced in respect of the 2005 Swap and the 2006 Swap be verified that there was compliance with Article 3.2(f) so far as the existence of an increasing or decreasing profile of payment flows was concerned (“the Caveat”), it was set out in the conclusions of the MEF Report that, “from the examination of the contracts discussed above, it can be seen that the first two swap contracts entered into by the City of Benevento with [the Defendant] were

in compliance with the relevant legal context, while the last contains contract terms that violate the provisions of Decree 389”.

10. The Claimant sued Benevento, by a Claim Form issued on 9 June 2010, for a declaration that the 2007 Swap was void, and for return of the sum of €672,697.88 paid to Benevento under the terms of that transaction, and on 13 October 2011 a settlement agreement was entered into whereby Benevento paid the Claimant the sum of €645,000.

11. The Claimant now sues the Defendant on the basis that the 2006 Swap, and therefore the 2006 Novated Swap, was also void for non-compliance with Decree 389 in three specific respects:

(i) Loan element

It is submitted by the Claimant that Article 3.2(f) does not permit restructuring of principal but only of interest.

(ii) Increasing profile

The Claimant asserts that, contrary to Article 3.2(f), the 2006 Swap resulted in an “increasing profile of the present values of single payment flows”. It is common ground, as a result of the helpful work carried out by the derivatives experts, that if the calculation is carried out by reference to the aggregate payments made or to be made by Benevento to the Defendant under the 2006 Swap (“Option 3”), there is no such increasing profile, but indeed there is a decreasing profile. The Claimant submits however that, on a proper construction of Article 3.2(f) at Italian law, it requires that the profile be calculated by reference to net payments, i.e. the balance of payments to be made by and between Benevento and the Defendant (the proposition espoused by Professor Carbonetti: “Option 1”): alternatively that the profile should be calculated by reference only to payments of principal (not interest) (“Option 2”) (a proposition not supported by Professor Carbonetti, but run by the Claimant, as not excluded by

its expert, and adopted by a late amendment at the hearing for which permission was given). If either Option 1 or Option 2 is the correct construction, then it is common ground, as a result of the work done by the derivatives experts, that the profile would, contrary to Article 3.2(f), be increasing.

(iii) Premium

There was a premium expressly provided for in the 2005 Swap, payable at the outset of the transaction by the Defendant to Benevento, which did not exceed – but was indeed expressly calculated as being – the 1% of the notional amount of the underlying liabilities permitted by Article 3.2(f). In addition, in the 2005 and 2006 Swaps, and indeed to similar effect in the 2007 Swap, there was a term beneficial to Benevento, whereby in respect of the first four semi-annual interest payments, Benevento was to have the benefit of a fixed interest rate rather than the floating interest rate provided for in the underlying loan. The derivatives experts agreed that the value of such benefit to Benevento over the 2 year period in the 2006 Swap (had it continued, although of course in the event it was terminated early, in the event described in paragraph 3 above) was 1.78% of the initial notional amount of the 2006 Swap. The Claimant submits that this amounts to a premium, or in the case of the 2005 Swap an additional premium, rendering the swaps non-compliant with Article 3.2. This is denied by the Defendant, which points out that, although the beneficial nature of these terms was known to and indeed recited by the MEF Report and the Court of Auditors' Decision when considering the terms of the agreements, no criticism was made in relation to the 2005 and 2006 Swaps in that regard, nor any additional finding made in relation to the 2007 Swap, which was found objectionable not in one but a number of different respects.

12. Expert evidence was given in relation to the three questions of Italian law by the two Professors. The derivatives experts gave an opinion as to

the meaning of the word premium by reference to their expertise in derivatives, although, as appears below, Ms Nguyen states that the word premium is not typically used in a swap transaction, so that much of her view depended upon reference to the Oxford English Dictionary. As to the three questions, the Italian law experts differed, and I shall have to reach a conclusion below. However two more general questions underlie the dispute:

(i) It is common ground that Decree 389, and the statutory changes which had led to it, was intended to be permissive of the use of derivatives by Italian Local Authorities in loan swaps, the only question being - how permissive?

(ii) The roles of the MEF as the supervisory body, and of the Court of Auditors, are obviously significant, since each of them considered at length the very 2006 Swap which is the basis of challenge before me. The Defendant plainly relies upon the fact that they each gave the 2006 Swap a clean bill of health, subject only to the caveat referred to above, which it is accepted would not apply to the loan element or premium issues, as to which all the facts were before them; while as to the Increasing/Decreasing profile issue, although they laid down the caveat that they did not have all the figures, as a result of the agreement of the derivatives experts, the effects of the calculations are now clear, depending upon which of the three options I conclude to be correct.

No point is taken that the Claimant was not party to the contract (the 2006 Swap) which it alleges to have been void at Italian law.

13. The first issue for me therefore to decide is whether at Italian law the 2006 Swap and therefore the 2006 Novated Swap were void. The onus of proof is on the Claimant. If I am not so satisfied, then the Claimant fails. If the Claimant succeeds at Italian law, then it will have established the factual basis for its claim at English law, from which it can seek to establish an entitlement in

restitution for the return of the €8.9m paid under the Novation Agreement, and the case is put by Mr Wolfson on two legal bases:

(i) The Claimant, and in particular Mr McNicholas, entered into the Novation Agreement and made the Novation Payment under the mistaken belief that the 2006 Swap was valid, when it was not.

(ii) There was a total failure of consideration.

14. The Defendant submits:

(i) There was no mistaken belief. The Claimant's successful intention in the tender, and in the transaction which ensued from the tender, was to supplant and eliminate the Defendant from the swap arrangements with Benevento, and to enter into with Benevento the different 2007 Swap (which had, on the evidence, a market value to it of €13.6m). The Claimant was interested in the validity of the 2007 Swap, as to which it took some advice, but had no interest in and took no advice about the validity of the 2006 Swap which it was replacing.

(ii) Ms Tolaney relies upon the terms of the Novation Agreement, emphasising that (as set out in paragraph 3 above) the terms of the 2006 Swap and of the 2006 Novated Swap were (so far as concerns compliance with Decree 389) identical, and in particular upon the representations and warranties set out in clause 5 of the Novation Confirmation. In an unnumbered clause following on clause 5, Benevento warranted that it had the power to enter into the novation transaction and to perform its obligations under the novation transaction; but this clause was not guaranteed or warranted by the Defendant. Clause 5 contained relevant warranties and representations by the parties (obviously for this purpose relevantly the Claimant) that:

"5(i) Non-Reliance. It is acting for its own account and has made its own independent decisions to enter into this Novation Transaction and as to

whether this Novation Transaction and the relevant Novation Confirmation thereto, is appropriate or proper for it, based upon its own judgment and upon advice from such advisers as it has deemed necessary. It is not relying on any communication (written or oral) of the other party as investment advice or as a recommendation to enter into this Novation Transaction; it being understood that information and explanations related to the terms and conditions of this Novation Transaction, and the relevant Novation Confirmation thereto, shall not be considered investment advice or a recommendation to enter into this Novation Transaction. No communication (written or oral) received from the other party shall be deemed to be an assurance or guarantee as to the expected results of this Novation Transaction;

5(ii) Assessment and Understanding. It is capable of assessing the merits of and understanding (on its own behalf or through independent professional advice), and understands and accepts, the terms, conditions and risks of this Novation Transaction. It is also capable of assuming, and assumes, the risks of this Novation Transaction and the relevant Novation Confirmation thereto.”

In addition Ms Tolaney relies upon Article II Section 2.1(b) of the ISDA Novation Definitions incorporated into the Novation Agreement, whereby (the Defendant being the Transferor, the Claimant being the Transferee and Benevento being the Remaining Party):

“The Transferor makes no representation or warranty and does not assume any responsibility with respect to the legality, validity, effectiveness, adequacy or enforceability of any New Transaction or the New Agreement or any documents relating thereto and assumes no responsibility for the condition, financial or otherwise, of the Remaining Party, the Transferee or any other person or for the performance and observance by the Remaining Party, the Trans-

freee or any other person of any of its obligations under any New Transaction or the New Agreement or any document relating thereto and any and all such conditions and warranties, whether express or implied by law or otherwise, are hereby excluded.”

15. Ms Tolaney asserts that each or, in any event, the combination of these terms established that the risk of the invalidity of the 2006 Swap and consequently the 2006 Novated Swap, lies on the Claimant, such that the Claimant paid for the opportunity to achieve the 2007 Swap without any warranty that the 2006 Swap, which it was replacing, was valid, and in any event that there is a contractual estoppel preventing the Claimant from seeking to recover the monies paid.

16. There are subsidiary issues, arising in the event that the Claimant succeeds, of change of position and counter-restitution.

Italian law

17. I deal first with the issues of Italian law identified above. The first is the issue of loan element. The effect of the 2006 Swap was that Benevento’s repayments of principal under the new arrangement were shifted to be closer to the final maturity of the underlying debt to CDP, and Benevento paid interest on the basis of the new arrangement, and not on the CDP profile. In effect the Defendant loaned Benevento the money to make repayments to CDP and Benevento repaid this to the Defendant at a lower rate, and with a floating, not fixed, interest rate. Professor Carbonetti’s opinion is that Article 3 only permits derivatives that are based on and alter the terms of a pre-existing debt (for example swapping a fixed for a floating interest rate of a pre-existing debt) but not derivatives that create new debt liabilities. He asserts that Article 3.2(f) only permits transactions which consist of combinations of the transactions expressly

permitted in Article 3.2(a)-(d), and an exchange of principal amounts is not thus permissible.

18. Professor Capriglione does not agree that Article 3 excludes restructuring of principal sums, nor that Article 3.2(f) only permits combinations of the transactions expressly provided for in Article 3.2(a)-(d): that would amount simply to a repetition of Article 3.2(e), which expressly permits “other derivative products containing combinations of the above”. His opinion is that Article 3.2(f) permits any restructuring of the underlying debt, whether of principal or interest, by the use of a derivative, so long as the conditions are met which are specified in Article 3.2(f) namely (i) the maturity of the derivative is no longer than the maturity of the underlying liability (Condition 1), (ii) the payment flows received by the Local Authority are equal to those paid on the underlying debt (Condition 2), (iii) the discounted payment flows do not have an increasing profile (Condition 3) and (iv) there is no unlawful premium (Condition 4). Both experts agreed that the purpose of these conditions is to prevent municipalities from pushing back the burden of their debt into the future, so as to result in what one might call jam today at the expense of causing a jam tomorrow (‘future burden’).

19. The Claimant’s case, as expanded by Professor Carbonetti, is:

(i) Although he accepts that there is no express prohibition of restructuring principal in Article 3.2, Article 3.2 is intended to be restrictive, and none of the specific vanilla provisions of Article 3.2(a)-(d) address the question of restructuring principal.

(ii) He relies on the explanatory Circular, as set out above, namely the passage which states that the other derivatives transactions set out in (e) and (f) “should be clarified that these same must in any case be transferable into combinations of the types indicated in the letters a) to d)”. There is thus, in his

opinion, no room for a permissible transaction relating to restructuring of the principal.

20. Professor Capriglione's opinions are as follows:

(i) There is reference to principal both in Article 2 and in Article 3.1, both of which are expressly preserved by the preamble to Article 3.2 (set out above), so that considerations of principal are not excluded by Article 3.

(ii) There is no provision in Article 3.2(f) that other derivatives are permitted only if they contain "combinations of the above" (as per (e)). The sole mention in (f) of only is in relation to the requirement for fulfilment of the Conditions there set out. (f) cannot be intended simply to be what he describes as what otherwise would be a "pointless repetition of (e)".

(iii) The reference in the Circular to the requirement to be transferable ("riconducibile") means, as he said (Day 3, page 47): "that the transactions in (f) must contain some elements which can be found also in the previous letters, (a) to (d). This does not mean that transferability means that there is a prohibition of adding something else."

The Defendant points to the use of the same word ("riconducibilità", translated as "traceability") in the Court of Auditors' Decision, when it refers to the argument before them whether, in relation to the 2007 Swap, there was traceability to the plain vanilla provisions.

(iv) Reliance is placed, as referred to above, on the fact that the MEF and the Court of Auditors fully understood the terms of the 2006 Swap, which, in regard to restructuring of principal, was identical to the 2005 and 2007 Swaps, yet they made no criticism of the 2006 Swap, or either of the other two swaps, in this regard:

(a) The MEF Report recited that “the additional fixed amounts by the contracting parties were modified to guarantee to [Benevento] a lower financial disbursement through 2022, which would then be repaid after that date”.

(b) The Court of Auditors’ Decision recited that “[the 2006 Swap] made provision for an adjustment with which, by comparison with the first contract, the fixed additional amounts paid by the contracting parties were changed, so as to ensure a lower financial outlay [for Benevento] until 2022, which would be repaid after that date.”

Nevertheless the Court of Auditors upheld the MEF Report with the conclusion that the 2005 Swap and the 2006 Swap “belonged to the plain vanilla type”.

21. I am wholly persuaded by the Defendant’s case in this regard. No authority has been produced by the Claimant to set against the clear conclusion of the Court of Auditors, and I find it difficult, as did Professor Capriglione, to see what (f) would apply to, given the existence of (e). Professor Carbonetti himself had described (f) as a catch-all. I am not persuaded that Article 3.2 renders void or unlawful any restructuring of principal in such derivatives, provided the Conditions in (f) are otherwise complied with.

22. I turn to the next issue, which is whether the 2006 Swap can be shown to have failed to comply with the condition in (f) relating to there not being an increasing profile of the present values of single payment flows. As set out above, there are three options for my consideration. If I am persuaded that Option 1 or Option 2 applies, then it is common ground that there would be an increasing profile, resulting in non-compliance with (f). If Option 3 were correct, then there was compliance.

23. Professor Carbonetti supports Option 1, and not Option 3, although he accepts that “both of these interpretations could be said to be

consistent with the wording of the Circular”. At paragraph 124 of his expert’s report he concluded that Option 2 was “incorrect”, although noting the content of the Court of Auditors’ Decision, to which I shall return. Notwithstanding that, he and Mr Wolfson leave it to me as their alternative case, to be preferred by me to Option 3 if Option 1 fails, and the amendment was produced during the hearing to the effect that:

“Alternatively, it is sufficient (as a matter of Italian law) for a derivative not to be compliant if it has an increasing profile of discounted principal payments by the municipality, and applying this test the 2006 Swap would also be invalid.”

24. I shall deal first with Option 1. Professor Carbonetti’s opinion is that to assess the net flows, i.e. setting off payments by Benevento against payments to Benevento, best complies with the purpose of avoiding future burden. He accepts that there is nothing in the Article or the Circular which supports the proposition, for the purpose of assessing Condition 2, that the profile of the payment flows must be calculated net. However he submits that payment must mean net payment, asserting that ‘payment’, or ‘pagamento’ in Italian, in Italian law means the fulfilment of an obligation to pay a certain amount of money, which can be performed in a number of different ways, e.g. by set off, such that in his opinion the reference to “single payment flows” is a reference to net payment not gross payment. He conceded that this was not supported by any words to which he could point in the Decree, or indeed in the Circular, (to which Professor Capriglione however referred), and that it is not supported by the MEF Report or the Court of Auditors’ Decision, which did not address net payment flows in relation to the 2005, 2006 or 2007 Swaps. He also accepts that there is another decision of a Court of Auditors in 2008, to which

he himself referred, and some academic authority, to which, again, he very properly referred in his own report, which do not support the proposition.

25. However he relies on the content of a Report to the Italian Parliament on the Financial Management of the Regions for the year 2011-2012, delivered on 6 August 2013 by an autonomous section of the Court of Auditors. Although there is no reference to any decision or decisions of any Court of Auditors from which the content of this report is drawn, nor have any such decisions been produced by the Claimant to set against the 2008 Court of Auditors' Decision, this Report is plainly significant, by way of a review of the approach of the Court of Auditors to Decree 389. The passage relied upon by Professor Carbonetti is as follows:

“In order to avoid transactions that are purely aimed at meeting liquidity requirements, the aforesaid Circular prohibited IRS transactions whereby the current values of future payments have a progressively increasing profile (i.e. based on which the entity, in the starting period of the contract, will collect a net flow of resources, whereas it will be a net payer in subsequent years).”

Professor Carbonetti relied upon this not entirely clear statement as supporting Option 1.

26. Professor Capriglione did not agree.

(i) Based upon his opinion, the Defendant submitted that Professor Carbonetti's interpretation was wholly inconsistent with the terms of Article 3.2(f). There are (Conditions 2 and 3, set out in paragraph 18 above) two parallel limbs. The first limb requires that “flows received by the interested bodies” (i.e. payments to Benevento) “are equal to those paid in the underlying liabilities”. This first limb addresses the question of payments to Benevento. The second limb then relates to payments by Benevento, namely that the operations “do not involve . . . an increasing profile of the present values of

single payment flows". The second limb therefore relates to the obligations so far as payments by Benevento are concerned, and the same word, namely flows, is used in relation to each limb. Since the flows must be gross in relation to the first limb i.e. payments to Benevento, they must also be gross in relation to the second requirement, relating to payments by Benevento. The combination of the two limbs then goes towards satisfying the requirement to avoid future burden. There is thus neither room, nor necessity, for the importation of net into the second limb. The use of the term "single payment flows" supports this construction.

(ii) As to the Circular, Professor Capriglione points out the statement that "the prohibition of an "increasing profile of actual values" refers, in the context of derivatives transactions, to the payments made by the agency". This, he says, plainly supports him.

(iii) Ms Tolaney submits that what she calls a belated reference by Professor Carbonetti to an assertion as to the general meaning of "pagamento" cannot be apt in this case. Quite apart from the structure of (f) and the statement in the Circular, it cannot be apt to refer in general terms to net payments, when there could be all kinds of set offs available as between the parties, not even arising out of the same derivative transaction.

(iv) Whatever may be the effect of the 2013 Report to Parliament, the statement in it is not clear, and may be referring to the interplay between the two limbs. She relies on the decision in relation to this very 2006 Swap by the Court of Auditors, based upon the MEF Report, in which there was no addressing of net flows, and the basis upon which the 2007 Swap was found to be non-compliant (referred to below in relation to the discussion of Option 2) did not involve any consideration of netting at all.

27. Again I am persuaded by the Defendant's arguments, and not persuaded by the Claimant, upon whom the onus of proof lies. Whatever may be the precise impact of the words in the 2013 Report to Parliament, I prefer the clear case as to the construction of the Article, and indeed the Circular, put forward by the Defendant. The existence of the caveat in the MEF Report and the Court of Auditors' Decision is of no relevance, because I am satisfied that Option 1 would not have been the correct approach in any event.

28. I turn to Option 2, namely that in calculating the profile, consideration is to be, or at any rate need only be, given to the profile of the flows of payments of principal by Benevento to the Defendant. If only principal is addressed, then the profile did increase. If the calculation is applied to principal and interest, then the profile decreased. Of course the Claimant is at a disadvantage where such proposition is not supported by either its own expert or the Defendant's expert. But I am, as Mr Wolfson points out, nevertheless entitled to reach my own conclusion on the evidence, and the way that the point is kept alive by the Claimant is by reference to paragraph 124 of Professor Carbonetti's report (after concluding Option 1 to be correct and Option 3 to be arguable):

"I consider that this interpretation (Option 2) is incorrect for the reasons set out above. However, it is clear that in these pronouncements the Court of Auditors considered that in order to establish an 'increasing profile' for the purposes of Decree 389, it is sufficient to identify such a profile in any of the nominal payment flows to be made by the local authority (in those cases, being the fixed amounts payable by the relevant municipality)."

By this the Professor is referring to the fact that both the MEF Report and the Court of Auditors' Decision in relation to the 2007 Swap were satisfied by reference to the figures supplied to them, being in respect of principal only, that

the profile of payments increased. Hence the Claimant's alternative case, based on the Court of Auditors' Decision in relation to the 2007 Swap, that it is sufficient to offend against (f) if the profile of principal payments increases, ignoring the interest payments. Professor Carbonetti does not seek to support this proposition either by reference to anything to be drawn from the construction of the Decree, or from the Circular, or from any logical or purposive basis in terms of the avoidance of future burden. It is difficult to see why if in fact the profile was overall (by reference to interest and principal) decreasing, the fact that one element of it (principal) was increasing should be of any relevance. The case for the Claimant rests upon two factors:

(i) The decision of the Court of Auditors in relation to the 2007 Swap was in fact by reference to a profile limited to consideration of principal payments.

(ii) The so called "and/or" argument, which in fact derived from evidence of Professor Capriglione.

29. As to (i), the Claimant relies upon the fact that the calculation, which was carried out by the MEF in its Report and upheld by the Court of Auditors, of the figures supplied in respect of the 2007 Swap was limited to payments of principal. It was on the basis of those payments that both the MEF and the Court of Auditors concluded that there was an increasing profile of such payments contrary to (f). Both the MEF and the Court of course found the 2007 Swap non-compliant in a number of respects irrelevant and additional to the increasing profile, in particular the absence of a collar and cap on the interest and the complex provisions for optional arrangements in respect of interest, which meant that it was clear that the terms of the 2007 Swap, unlike the 2005 and 2006 Swaps, were not vanilla. However the MEF and the Court did not limit

themselves to their conclusions in that regard, but also considered compliance with the profile proviso in (f), and, as appears from the MEF Report:

“This provision requires that the financial payments by Entities must not imply, at the moment of their entering into, an increasing profile of discounted values of each payment flow. The City of Benevento was concerned about verifying compliance with that provision, directing a request in that regard to its consulting company, Value Solutions SRL.”

Value Solutions then supplied information, which was in fact limited to information about the principal repayments, and those figures so supplied, as addressed by the MEF, showed non-compliance with the profile proviso. Value Solutions never supplied any further figures – either because they were not easily available, or because it was clear that if supplied they would have only made the matter worse, or simply through incompetence, but the MEF was content to reach its decision on the basis of the information supplied to it. The conclusion of the MEF was upheld by the Court of Auditors:

“The consultancy firm, faced with the specific request of the Authority, reassured it regarding compliance of the contract with the aforementioned rules. However, as a result of a specific verification operation carried out by the Inspection Service of the MEF, it was recognised that the rate of amortisation (amounts in the fixed amounts paid by Benevento) discounted by the discount rate (discount factor) has a rising profile.”

Because of the caveat, the MEF and the Court of Auditors never looked at the figures for the 2006 Swap. I am satisfied that no conclusion can be drawn from this decision, in relation to the only figures that were, after specific request, provided to them in relation to the 2007 Swap, that (f) in some way requires a consideration of whether the profile of repayments of principal increases or decreases, separately from such consideration in relation to interest

payments by Benevento, and without consideration of the aggregate of principal and interest, such as to show, as would be shown in this case, that the profile overall did decrease.

30. As to (ii), it was in fact Professor Capriglione who referred to the use of the words and/or (in Italian e/o). One reference was in a report to Parliament by the Court of Auditors on 3 March 2005 referring to “a liabilities payment scenario where the capital and/or interest repayment charges concentrated towards the maturity date.” The other reference was in this Court of Auditors’ Decision, where it refers to “a profile for the repayment of debts in which the burden of repayment of the principal and/or interest is concentrated on the maturity date.” I am satisfied that these references do not support Professor Capriglione’s case, as he thought, but on the other hand equally do not detract from it. It is quite apparent, as he himself explained in re-examination, that, where there is a provision in a contract for repayment of principal only or of interest only, then it will be necessary to address the or, while when there is a provision for repayment of principal and interest, the and is what governs.

31. I am fortified in rejecting Option 2, unsupported as it is by Professor Carbonetti, by the fact that not only is there no support for it in the terms of the Decree or the Circular, but it makes no sense to consider principal and interest separately if in fact the aggregate of the two has a decreasing profile and thus is compliant with (f). I am satisfied, as set out above, that the balance of compliance with the first limb, of consideration of aggregate payments to the municipality, and of the second limb, relating to aggregate payments by the municipality, satisfies the requirements of (f) and the intention of the Italian legislation. I therefore prefer Option 3, but in any event I am not satisfied that the Claimant has proved its case as to either Option 1 or Option 2.

32. I turn finally to the consideration of the Premium issue. Notwithstanding the matter being left slightly open by Professor Capriglione, I am satisfied that the requirement that there be no premium non-compliant with (f) is a self-standing requirement, and not one the consideration of which is contingent upon a prior finding of non-compliance with the other conditions of (f).

33. As set out in paragraph 11(iii) above, there was an express premium in the 2005 Swap of the permitted amount of 1% of the underlying notional amount, together with an express note which read “Premium means the amounts which may be paid to Party B in compliance with the provisions of [f]”. The Claimant however submits that the benefit provided to Benevento by virtue of the four initial interest swap arrangements over the first two years of the transaction constituted a further premium.

34. There is no doubt that the MEF and the Court of Auditors considered the 2005, 2006 and 2007 Swaps in great detail, and plainly understood the nature of their terms, and indeed the MEF Report specifically refers to those interest swap exchanges, actually referring to the fact, in relation to the 2007 Swap, that this “provided an advantage for the Entity during the first part of the contractual period.” There is no question of any caveat on the conclusions of the MEF or the Court of Auditors in this regard, nor any requirement to know any further figures, because, had it been concluded that this advantage or benefit amounted to a premium, the 2005 Swap would have been automatically void, as the 1% had already been used up. Had the 2005 or 2006 Swaps been concluded to fail to comply with (f) as a result of the existence of this advantage or benefit they would not have been declared, as they were, to conform or to consist of vanilla terms, and the 2007 Swap would have been found non-compliant in relation to this additional ground also.

35. There is a dispute between the experts as to whether the benefit or advantage given by the exchange of interest rates over the first two years constitutes a premium within the meaning of (f). Mr Wolfson skilfully caused Professor Capriglione to accept and acknowledge the difficulty of distinguishing between a payment upfront, or even a one-off favourable transaction, and an advantage gained by there being a favourable interest rate swap over the first 2 years. Professor Mottura, who, like Ms Nguyen was giving evidence without any knowledge of Italian law or the applicability of (f), was also brought by Mr Wolfson to accept that favourable interest rates payable over a period of 2 years in order to enter into a transaction could be regarded as a premium: however he considered that the four favourable exchange rate transactions in this case had to be analysed as part of the structure of the whole transaction.

36. Ms Nguyen appeared to be under the belief, set out in her report, that “given that the 2006 Swap Transaction was an amendment of the 2005 transaction, under which an express premium of 1% had already been paid, I believe the 2006 Swap Transaction may have been structured to allow for the equivalent of a premium to be embedded in the early period cash flows”. However that obviously cannot be squared with the fact that the 2005 Swap also contained, in addition to the premium, a similar benefit, and somewhat undermines the persuasiveness of her evidence. In any event, while accepting both that she had no knowledge of Italian law or regulation and that, given that the word premium is not “typically used” in a swap transaction, she could not speak from experience in that regard, albeit able to draw analogies from other transactions, she considered that, by calculating the present value of the first four payments over the first 2 years of the 2006 Swap, that constituted a “transfer of value”, or a “positive cash flow payment”, in favour of Benevento, and thus a premium.

37. The real issue was, as in relation to the other matters with which I have dealt, as between Professor Carbonetti and Professor Capriglione, in this regard adopting the report of Professor Sepe. Professor Carbonetti effectively put his case on two basis:

(i) The evidence of Ms Nguyen. He said in terms at paragraph 141 of his Report:

“I am not aware of any definition of the terms “discount” or “premium” which has been applied by the Italian courts or considered by academic commentators. In proceedings before an Italian court, the court would be guided on the question of whether a payment (or payments) constituted a discount or premium (and other financial issues) by the financial expert(s) giving evidence to the court. For the purposes of the analysis below, I have relied on the expert report of Thu-Uyen Nguyen as to whether the embedded payments which she identifies constitute a premium payable to Benevento pursuant to the 2006 Swap Transaction.”

I do not regard reliance upon the evidence of Ms Nguyen, drawn from the Oxford English Dictionary and from analogies with other transactions, as a safe basis upon which I can form a conclusion as to Italian law. As a matter of Italian law, the Professor accepted that there was no “literal prohibition” in Decree 389 on a transaction allowing for the exchange of fixed rate payments and floating rate payments. As Ms Tolaney points out, in fact, in his own report at paragraph 82, he had accepted that a transaction which allowed a municipality to swap a fixed interest rate for a floating interest rate for a specified period (say the first year of the swap’s life) could be permissible.

(ii) He has however relied upon a passage contained in an “Investigation on the phenomenon of financial derivative instruments in the Province and the Communes of Veneto” prepared in 2010 by the Regional Court

of Auditors for Veneto. He refers to the passage at page 62 of that Investigation, which states:

“The part of the Circular of 27 May 2004 that establishes that “any such discount or premium must be settled at the date of execution (settlement) of the derivative transaction . . . ” appears not to have always been observed. Some contracts [entered into by municipalities] have been found to contain exchanges of fixed interest rates, normally referring to the initial several six-month periods of the life of the contract, the differential of which was, as a rule, to the advantage of the local authority. . . Those forms of deferred liquidity are in any case excluded from those permitted by the aforementioned decree concerning derivative transactions for local authorities, which precludes the use of transactions such as those in the form of financing unless they fall within the expressly permitted exceptions, such [exceptions] not being susceptible to analogous or extensive application, being limited precisely to the initial up-front sum, which in any case must not exceed 1% of the notional value and must be utilised only in order to allow the recovery of any differential between the market conditions that occur between the confirmation date and the trade date.”

Professor Carbonetti relies upon this passage in the Investigation to support his proposition. Although not a decision of the Court of Auditors on any particular transaction, it must naturally be respected as the articulation of the view of that regional court. Professor Capriglione, cross-examined by Mr Wolfson, disagreed with the proposition that this established that the exchange of fixed interest rates in such circumstances constituted a premium. He continued that “allowing a difference between an existing fixed rate and a new fixed rate which is limited to the period of life means admitting the possibility to allow the formation of liquidity. And it is well known that, in a derivative, one of the purposes is to permit, to allow to have a new way of governing liquidity.”

38. The Defendant's response to the opinion of Professor Carbonetti, insofar as it relies upon Italian law as opposed to the views of Ms Nguyen, is:

(i) Whatever may be said or meant by the 2010 Investigation by the Veneto Court of Auditors, the fact remains that the MEF and the Court of Auditors examined this very 2006 Swap, and did not find it non-compliant with (f) by reference to the existence of the beneficial terms and additional liquidity provided by the exchange of interest rates over the first 2 years of the contract.

(ii) Apart from Professor Carbonetti's own words referred to in paragraph 37(ii) above, Professor Capriglione adopted the words of Professor Sepe that "there is no prohibition relating to the fact that the parties may settle the derivative transactions under . . . (f) by exchanging fixed rates with mixed rates (fixed for a period and floating for another period) provided that, as in the 2006 Swap, the relevant transaction does not contain any option for the switch between the two rates".

These influential words are persuasive, and it does seem to me clear that the Court of Auditors and the MEF recognised the existence in the 2006 Swap of a benefit or an advantage to Benevento, but did not conclude it to be a premium.

39. I have found this last question a difficult one, but the onus is on the Claimant, and I am not satisfied, notwithstanding the words of the 2010 Investigation, and in the light of the evidence of Professor Capriglione, that the Claimant's case is proved that there was, despite the conclusion of the 2008 MEF Report and the Court of Auditors, a premium offending against (f), or that the structure of the exchange of interest rates over the first 2 years constituted such unlawful premium.

40. Consequently the Claimant has not shown the 2006 Swap to be void, and its claim in the action must fail in limine. Nevertheless I shall continue

to deal with the balance of the case at English law in respect of the Claimant's case for restitution, in case this conclusion be wrong, and the rest of this judgment will be upon the basis of an assumption that the 2006 Swap was void.

41. The circumstances leading to the Novation are set out in paragraphs 2 and 3 above and the rival contentions are at paragraphs 13 to 15 above. In short:

(i) The Claimant submits that it was under the mistaken belief that the 2006 Swap was valid, and it paid €8.9m to obtain a valid contract, and hence that there was an operative mistake and/or a total failure of consideration and that sum must be returned.

(ii) The Defendant submits that the Claimant had no such belief about the 2006 Swap. All it wanted was to clear the way (by a successful tender in which the Defendant was ousted) for the very different 2007 Swap, which it successfully did. The validity or otherwise of the 2006 Swap was irrelevant, and there was then put in place the 2007 Swap, a substantially different transaction, more valuable to it (see paragraph 14(i) above) but also more acceptable (as can be seen from Benevento's accepting the tender) to Benevento, but a transaction which, by virtue of the substantial features which were not present in the 2006 Swap – the absence of a cap/collar, the increased payment profile and the complex optionality of the interest rates - was in any event void in its own right. The Court of Auditors' Decision in relation to the 2007 Swap reads, materially, as follows:

“However, the operation in place is not classified, by type, among those allowed by law in Italy.

The Authority, in fact, has signed an IRS contract with the sale of caps and inclusion of a complex digital option embedded within the contract.

The latter term denotes a range of options that are variously constructed which may introduce further complexity into the contract, among other things, in anticipation of changes in spreads when certain conditions are met, as happens to be the case here.

In recalling the above in “fact”, it is clear that the type of contract in question cannot be classed as an “interest rate collar” purchase that represents a combination of caps and floors where the purchaser is guaranteed a level of fluctuating interest rate to be paid within a predetermined minimum and maximum, as stated in Article 3, paragraph 2, letter d) of Ministerial Decree No. 389, 2003.

The collar option defined as “plain vanilla” is in fact a combination of cap and floor intended to define together the maximum amount of the obligation borne by the party liable to pay the variable rate (the Authority) and the minimum amount of yield to be acknowledged to the financial intermediary, as borne out by the same advisor who, in the analysis of the financial situation of the city, submitted that a combination of cap and floor would allow the local authority to limit the risk of interest rate changes within a band of fluctuation . . .

In this respect we should, indeed, highlight the fact that the advisor, when evaluating the proposals received by financial intermediaries, suggested the signing of the only contract which, though having the best market value, sets no maximum limit to the rate that the city might have to pay in the future . . .

Similarly, the operation put into place does not appear to comply with the instructions of the explanatory circular of 2004, when, in reference to the interest rate swap transactions, this excludes the use of any form of optionality . . .”

English law: mistake

42. The foundation of the Claimant's case is the following passage in Mr McNicholas's witness statement:

"137 . . . My belief was that Beltramo [the Italian lawyers whom the Claimant instructed] had approved the validity and effectiveness of the Benevento Transaction Documents (including the Original Benevento Swap) . . .

138 . . . I would not have authorised [the Claimant] to pay over EUR 8 million to receive a novation of a transaction which was not valid and binding."

43. The Defendants do not accept this and challenged that he had such belief, setting against it the matters referred to below. Ms Tolaney did not suggest in cross-examination that Mr McNicholas was lying, but I am satisfied she sufficiently put the Defendant's case to him that his evidence as to his alleged belief was unbelievable. In any event it falls to be set against his own evidence at paragraph 147 with which he concluded his witness statement namely:

"My belief was that the indications and advice that I had received from Beltramo were that the Benevento Transaction would be valid and binding once executed."

That is, of course, a different matter.

44. Mr Wolfson relies upon the passage in the speech of Lord Walker in *Pitt v Holt* [2013] 2 AC 108 at 114 whereby he states as uncontroversial that:

"It does not matter if the mistake is due to carelessness on the part of the person making the . . . disposition, unless the circumstances are such as to show that he deliberately ran the risk or must be taken to have run the risk of being wrong."

Ms Tolaney accepts that if Mr McNicholas was "utterly stupid", then he would, notwithstanding all the matters relied upon below, be able to say that he was nevertheless mistaken and be believed. But she does not accept that Mr

McNicholas is or was utterly stupid, but rather he is, and was, an extremely experienced solicitor, such that the answer is that he did not turn his mind to the question of whether the 2006 Swap was void, but was only interested in the transaction which was to replace it, and at any rate, insofar as it mattered at all, took the risk that the 2006 Swap was not valid.

45. The evidence of Mr McNicholas can be characterised as follows. There is no sign that he turned his mind to the 2006 Swap at all, as opposed to the 2007 Swap, which replaced it and which would bring in the €4m profit, and which formed the basis of the tender upon which the Claimant did receive advice from Beltramo.

46. He said in his witness statement (paragraph 24) that he was “well aware of the validity issues which may affect derivative transactions concluded with public bodies . . . Whilst I was not aware of the position under Italian law beyond my review of the Beltramo Memorandum, [advice which he had received from Beltramo in December 2006 in relation to the entry by the Claimant into an earlier transaction with Marsala and which recited Degree 389 and, inter alia, Conditions 1, 2 and 3 in (f)] this risk made it very important to obtain appropriate Italian law advice”. He also said in an email dated 2 August 2007 to colleagues at the Claimant that they were of the view that they needed to understand the existing 2006 Swap.

47. However he accepted in cross-examination (contrary to the implication in paragraph 137 of his witness statement set out in paragraph 42 above), when it was put to him that he did not take any advice on the 2006 Swap from Beltramo (Day 3, page 136):

“No, I don’t think so. I don’t recall specific instructions to Susanna Beltramo to do so.”

Further in answer to my question (Day 3, page 142) as to whether he asked for or obtained any advice on the validity of the 2006 Swap, the subject of the Novation Agreement:

“I don’t remember any specific instructions on that.”

48. The advice the Claimant did seek, both in relation to its proposals in the tender and subsequently, was in respect of the 2007 Swap. This 2007 Swap, as set out above, was to be on substantially different terms, and it was those different terms which, as has been seen, in the event led to the intervention and disapproval of the MEF and subsequently the Court of Auditors.

49. With regard to those new terms:

(i) It is plain that he was warned by Beltramo that there was real risk that the terms might not be valid at Italian law. Beltramo included in their advice of February 2007, with regard to the Marsala transaction, an express reservation with regard to the impact of Decree 389, and a warning that a valid transaction would need to comply inter alia with Conditions 1, 2 and 3 in (f). Beltramo made an identical reservation in their similar advice to the Claimant in relation to another proposed swap transaction, with Pozzuoli, in April 2007. Mr McNicholas accepted in cross-examination that Beltramo were in no position to advise as to whether there was in fact compliance with those Conditions, of which they had put the Claimant on notice. He accepted as follows (Day 3, pages 114/5):

“Q. What I think you are saying is the financial modelling of this contract is very complex --

A. That's correct.

Q. -- and therefore the lawyers wouldn't have all the detail, correct? They wouldn't have all the detail necessary to analyse that?

A. That's correct, yes.

Q. That HSH would, however, through you and others take a global picture of that --

A. That's right.

Q. -- together with their advice?

A. Yes.

Q. And one can see that with the specifics of Decree 389 obviously therefore Beltramo couldn't comment on whether the financials met the individual requirements of the law because they didn't have the information?

A. Well, what we would be doing with them is discussing the nature of the hedge, or the hedging options, or how this product is managing the liability, or the potential liability of the local authority. But I mean the fact that an interest rate is high or low is neither here nor there. If it hedges the position of the counterparty, it could be multiples of that.

Q. But when the lawyers point out a risk with it and you don't make any adjustment, you enter the transaction knowing that there is a risk, at least in respect of that.

A. Or that their concern was misplaced, or misunderstood.

Q. Exactly. So you take your own view.

A. Well, it wouldn't be a view taken in isolation. It would be discussed with Beltramo.

Q. But they haven't resiled from their concern in any of the documents I have seen. In fact they have reiterated it.

A. Well, I don't know when that conversation might have taken place, but it would have taken place.

Q. It is not covered in your evidence anywhere, is it?

A. I don't believe so."

(ii) Beltramo's position was made even clearer in their email of 3 July 2007 specifically relating to the 2007 Swap, in which they said:

"As you know, the role of our firm is limited to the review of the documentation and not of evaluation of the compliance to law of the financial terms of the proposed transaction.

However we have the impression that the structure is not in line with the current law restrictions on derivatives (for example, you cannot have the local authority paying a double interest; you cannot purchase/sale twice options, you cannot arrange for amortisation schedule requiring the local authority to pay to you under the swap amounts increasing in the last years of the swap)."

(iii) In his witness statement at paragraph 113, Mr McNicholas had suggested that he did not recall seeing this email at the time. However, even if he did not see it on the same day, any suggestion that he did not see it at a material time was plainly unsustainable, as he himself accepted (Day 3, pages 127-128). The schedules considered by Beltramo at the time and highlighted with queries were in fact supplied to the Claimant. Beltramo's comments were repeated in an email copied to Mr McNicholas on 17 July 2007: and there were further changes by the Claimant, as to which Beltramo's caveats were apparently not taken into account, as Beltramo made clear on 30 July.

(iv) Mr McNicholas asserted, in my judgment unpersuasively, that he was satisfied that all "relevant concerns" had been addressed. Yet he accepted that it was the bankers of the Claimant who were dealing with the structure of the transaction, that the Claimant knew what it had to do to comply and it was a matter for the Claimant whether it did so, and that (Day 3, page 110) "if it didn't comply, there was a risk it would be unenforceable." In the event he did not see the final opinion from Beltramo in respect of the 2007 Swap until much later, after it had been entered into, and that opinion still contained a recitation of the

requirements of Decree 389 without any warranty that they had been complied with.

(v) The reality, as was clear from the cross-examination, was that the Claimant effectively picked and chose as between the various comments made by Beltramo, rejecting some of them as “complete nonsense”, and concluding they had sufficiently dealt with the balance of them.

(vi) There was no re-examination.

50. It is plain to me that when and insofar as Mr McNicholas said that he had received, and complied with, advice of Beltramo with regard to the 2007 Swap, including compliance with Decree 389, he is not believable, in the light of the evidence summarised above and in particular Beltramo’s express reservations; certainly, as Ms Tolaney points out, Mr McNicholas accepted that there has never been any attempt, as there must surely otherwise have been, to blame Beltramo for negligent advice. I am satisfied that the Claimant, including Mr McNicholas, took the risk which Mr McNicholas accepts that he knew existed, that the 2007 Swap would not comply with Decree 389. His evidence as to how he treated, and when and whether he received, the Beltramo advice, which was plainly caveated, and his assertion (Day 3, page 146) that he understood that Beltramo had given him approval or signed off on the 2007 Swap as compliant with Italian law, including Decree 389, is not credible and does him no credit. But if, and to the extent, I am satisfied that the Claimant accepted the risks in entering into the 2007 Swap, without being confident that it had avoided those risks, it is even clearer that Mr McNicholas cannot have believed that he had had any advice as to the validity of, or absence of risk in relation to, the 2006 Swap.

51. It is Mr McNicholas who is put forward by the Claimant as having been labouring under the relevant mistaken belief on its behalf, and Ms Tolaney

did not accept in any event that his belief would have been determinative, but rather that of the bankers, such as Mr Grasso, who appear to have been making the decisions. But I do not need to decide that point, and am content to accept that it is Mr McNicholas's belief to which I must address myself. I am satisfied that he did not have the belief that the 2006 Swap was valid. He either had no belief at all (and hence did not trouble to take advice), or knew that it, like all such transactions, had risks, but, particularly as it was being immediately replaced by the new 2007 transaction, on which he had had some advice from Beltramo, and with which in any event he was prepared to proceed, he was not troubled by any such risk and accepted it. The Claimant's case based upon mistaken belief must fail. There was no mistaken belief (within *Pitt v Holt*) due to carelessness: there was no mistaken belief at all.

English law: total failure of consideration

52. In those circumstances the Claimant accepted the risk of the invalidity of the 2006 Swap. Indeed, as Ms Tolaney points out, if the 2007 Swap had not been void (for its own reasons), the question of the invalidity of the 2006 Swap would not have arisen. In the circumstances it is not necessary for me to address the arguments that the same result is achieved by reference to the contractual effect of the clauses of the Novation Agreement, which I have set out in paragraph 14(ii) above. But plainly I must address and resolve those arguments, ably put before me by both counsel. Three matters seem to me to be significant, as Ms Tolaney submits:

(i) that the Novation Agreement must be set in the factual matrix of the tender presentation, to which I have referred in paragraph 2 above.

(ii) that all three of the clauses set out in paragraph 14(ii), on each of which Ms Tolaney relies, can and should be construed not only separately but together.

(iii) that it is significant to take into account one other clause contained within Article II of the ISDA Novation Definitions, namely section 2.1(a)(iii)(A) namely that:

“As of the Novation Date, all obligations of the Transferor and the Remaining Party under the Old Transaction [the 2006 Swap] required to be performed prior to the Novation Date have been fulfilled.”

Ms Tolaney submits that it can be demonstrated that the 2006 Swap is thus swept up and cleared away so as to clear the decks for the 2007 Swap.

53. Mr Wolfson relies, in relation to clause 5(i) (Non-Reliance) and 5(ii) (Assessment and Understanding), upon a decision of Hamblen J in *Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino SpA v Barclays Bank Ltd* [2011] EWHC 484 (Comm) 2011 1 CLC 701 (“Cassa”), in which he addressed those two clauses, in the context of a contract for the purchase of structured notes: and Ms Tolaney then refers to another, subsequent, decision of Hamblen J, *Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corporation* [2011] EWHC 1785 (Comm) (“Ceylon”) in which the same two clauses featured in relation to a contract for the purchase of oil derivatives. Section 2.1(b) “no representation or warranty etc” does not arise in respect of either of those two cases, because neither related to a novation. It seems to me sensible to address and construe the clauses in this case first, and then see whether, as Mr Wolfson submits, the decision of Hamblen J in *Cassa* should constrain or persuade me to a particular construction in this case, which might be different from that at which I would otherwise have arrived.

54. It is, in my judgment, necessary, as Ms Tolaney submitted, to consider, in construing the relevant clauses, both the third paragraph of the preamble to the ISDA Novation Agreement and section 1.9 of the Novation Definitions. The former reads:

“With effect from and including the Novation Date the Transferor wishes to transfer by novation to the Transferee, and the Transferee wishes to accept the transfer by novation of, and the Remaining Party wishes to consent to such transfer by novation and acceptance thereof of, all the rights, liabilities, duties and obligations of the Transferor with respect to the Remaining Party under each Old Transaction . . . with respect to the Novated Amount, with the effect that the Remaining Party and the Transferee enter into a New Transaction corresponding to the Old Transaction (as may be amended and modified from time to time).”

The latter reads:

“‘New Transaction’ means the New Transaction between Transferees or between a Transferee and a Remaining Party, as the case may be, having such terms as are specified in the New Confirmation, including terms (excluding collateral and other credit support arrangements) identical to those of the Old Transaction, as more fully described in the Novation Confirmation.”

It is quite apparent from those provisions, and indeed from the entirety of the factual matrix, which I have already described, that the new transaction, being the 2006 Novated Swap, was, and was agreed, to be in material terms identical to the 2006 Swap (see paragraph 3 above) - while of course the 2007 Swap which was immediately to replace the 2006 Novated Swap was to be entirely different.

55. The Claimant’s approach to clauses 5(i) and 5(ii) (set out in paragraph 14(ii) above) is effectively dictated by Mr Wolfson’s case that I should be persuaded by Hamblen J’s decision in *Cassa* to construe the clauses restrictively. As I have said, I shall return to *Cassa* below. Leaving that aside:

(i) Clause 5(i) expressly provides and agrees that the Claimant has made its own independent decisions to enter into the Novation Transaction,

and as to whether it is appropriate or proper for it: that it has made such decisions based upon its own judgment and upon advice from such advisers (in the event Beltramo) as it has deemed necessary. The clause continues by referring to absence of reliance on any communication by the other party, which is, as will be seen, relevant in Cassa but not in this case.

(ii) By clause 5(ii) the Claimant agreed that it was capable of assessing the merits of and understanding (on its own behalf or through independent professional advice), and, in particular, understands and accepts, the risks of the Novation Transaction. The Claimant also agrees that it assumes the risks of the Novation Transaction. I have already found that Mr McNicholas, and through him the Claimant, assumed the risks of the invalidity of the 2006 Swap, and, therefore, the 2006 Novated Swap which was identical, so far as its vulnerability to Decree 389 is concerned. This is however a contractual agreement, irrespective of such factual finding. As set out in paragraph 14(ii) above, Benevento gave certain warranties as to its power to enter into the transaction; but the risks of non-compliance by Benevento must fall within the risks which the Claimant assumed.

56. In addition there are the provisions of Section 2.1(b), also set out in paragraph 14(ii) above. This provided that the Defendant made no representation or warranty and does not assume any responsibility with respect to the legality, validity, effectiveness, adequacy or enforceability of (inter alia) the 2006 Novated Swap, and assumes no responsibility for the performance and observance by Benevento of any of its obligations under (inter alia) the 2006 Novated Swap, all conditions and warranties being excluded.

(i) This clause either adds nothing to, in particular, clause 5(ii) or makes good any alleged deficiencies in it. It spells out in terms the question of

legality, validity and enforceability, the risks as to which were accepted by the Claimant under clause 5(ii).

(ii) Mr Wolfson submits that it is only the legality, validity, effectiveness, adequacy and enforceability of the 2006 Novated Swap which is covered by the provisions of the clause, and not the legality, validity etc of the 2006 Swap. For the reasons set out in paragraph 54 above, this, in my judgment, is unarguable and an absurd construction of the clause. The only respects in which the (identical) 2006 Novated Swap could be invalid are those in respect of which the 2006 Swap would be invalid, i.e. both, or neither, would offend against Decree 389, and by accepting the risks, or assuming the responsibility, in relation to validity etc. of the 2006 Novated Swap, it is the terms and conditions of that 2006 Novated Swap, carried over from the 2006 Swap by the Novation, which are addressed. In any event, if necessary, I accept Ms Tolaney's fallback argument that any doubt is resolved by the addition of the words "or any documents relating thereto", because the 2006 Swap is plainly a document relating to the identical 2006 Novated Swap.

(iii) Mr Wolfson seeks to argue in relation to this clause that the words "does not assume any responsibility" should be construed as relating to an exemption of liability in tort in relation to the duty of care, which has in the jurisprudence of the courts often been ascribed to an assumption of responsibility. This is an ingenious argument, but I am satisfied it is unsupportable. First the words "assume(s) responsibility" are used twice within the clause, and must consequently have the same meaning on each occasion. Secondly there is a quite separate provision in clause 5(iii) that each party is "not acting as a fiduciary for or an adviser to" the other, which is the context in which assumption of responsibility ordinarily arises. In any event in my judgment it is entirely clear that the clause is intended to relate to an allocation

of risk as between the parties. It does not, as Mr Wolfson submits, expressly exempt liability for restitution: but restitution does not arise where, as here, the parties have provided for the event that the bargain is invalid or the bargained-for product is invalid or non-existent. See *MacDonald Dickens & Macklin v Costello* [2012] QB 244 at para 23 per Etherton LJ and Goff & Jones *Law of Unjust Enrichment* (8th Ed) at 3.16.

57. Section 2.1(b) in my judgment precludes the claim by the Claimant which seeks to allocate the responsibility for the risks of invalidity of the 2006 Swap (or the 2006 Novated Swap) to the Defendant.

58. I turn to consider *Cassa*. This was a case involving claims for fraudulent misrepresentation. Hamblen J describes how there were two kinds of alleged misrepresentations, “purchase representations” as to the nature of the product and “restructuring representations” as to the effect of certain steps taken: in the event he found there to have been neither. So far as clause 5 (our clause 5(i)) is concerned, he addressed the question as to whether the representations alleged amounted to investment advice or recommendations. He concluded that neither set of alleged representations constituted investment advice or recommendations. As for clause 6 (our clause 5(ii)) he concluded that a contractual estoppel would apply to the purchase representations, but not to the restructuring representations:

“525. In the present case by clause 6 CRSM was contractually agreeing that it understood and accepted the risks of entering the transaction and purchasing the Notes. In my judgment if the substance of the claim for misrepresentation is that representations were made which led it to misunderstand the risks of entering the transaction and purchasing the Notes then such a claim would be precluded. It is contractually estopped from asserting that it was induced to enter into the contract by a misunderstanding of the nature of the

risks entering the transaction and purchasing the Notes. . . . the specific misunderstanding would be as to the specific matter which it had been contractually agreed was fully understood.

526. In my judgment the substance of the Purchase Representation claim is that representations were made which led CRSM to misunderstand the risks of entering the transaction and purchasing the Notes. The Purchase Representation is in terms a representation as to the risks of purchasing the Notes – it is a statement that the Notes have a very low risk of default. The consequence is alleged to be that CRSM understood the Notes to have a lower risk of default than they in fact had. Moreover, that is a risk of a kind specifically identified in the fact sheets which CRSM had signed and acknowledged. I accordingly hold that (absent proof of fraud) it is contractually estopped from making its Purchase Representation claim.

527. I would not, however, regard the substance of the Restructuring Representation claim as being that representations were made which led CRSM to misunderstand the risks of entering the restructuring transaction. They were statements as to the criteria to be applied in carrying out the restructuring. Although that may have had an impact on the risks involved they are not statements as to such risks nor is the claim based on a misunderstanding of such risks. I accordingly hold that no contractual estoppel arises in respect of such claims under clause 6 (or its equivalent in the restructuring contract).”

Consequently if the restructuring representations had been made he would have held that they had no relevance to acceptance or understanding of the risks, and the claimant would not have been precluded from relying on them.

59. In this case no representations are relied upon. It is certainly clear that in *Cassa*, Hamblen J was addressing the latter part of clause 5(i) in relation

to the provision that the Claimant was not relying on any communications as being advice or recommendation, and such recommendations as there were, were examined in that regard. In this case no communications are alleged, and the issue is simply whether in fact, without any question of communication, the Claimant can deny that it made all decisions based upon its own judgment and its own advice.

60. Plainly it cannot so deny, but its case is that such judgment, being its own judgment and in part based upon advice from Beltramo, was mistaken. I have already found that it was not based upon any operable mistaken belief giving the Claimant any right of recovery. However I would have concluded that if it could establish such a mistake, of course not induced by any communication from the Defendant, then clause 5(i) would not in my judgment rule out reliance upon it; although the decision in Cassa itself seems to me not to be relevant.

61. Clause 5(ii) is however quite another matter. In Cassa, Hamblen J concluded that, if in fact the restructuring representations were made, they did not relate to or impact upon the risks which the Claimant expressly accepted by the equivalent clause. In this case it is quite clear that there was, as there was in Cassa and indeed in Ceylon, a contractual estoppel whereby the Claimant did accept the risks, and they were, as I have already made plain, in my judgment clearly the risks of invalidity of the 2006 Swap and of the 2006 Novated Swap by virtue of non-compliance with Decree 389. I do not conclude therefore that Ceylon adds anything to my understanding or is required to be wielded in variation or modification of Hamblen J's approach in Cassa. Hamblen J concluded in those cases that the same clause constituted a contractual estoppel such that the transferee was not able to complain (even in the case of

a misrepresentation) about its misunderstanding of the risks or to deny that it had accepted those risks. Clause 5(ii), like Section 2.1(b), or together with it, precludes the Claimant from ascribing any responsibility to the Defendant for the risks of invalidity.

62. I am entirely clear that there was no total failure of consideration for the novation in the event that the 2006 Swap was, as I have found it was not, invalid. The 2006 Swap was, and was effectively, novated to the Claimant. By clause 5(ii) the Claimant understood and accepted the risks of its invalidity, and by section 2.1(b) the Defendant did not assume any responsibility with respect to its legality, validity or enforceability. In any event the Claimant obtained what it bargained for, namely elimination of the Defendant from the picture, and the route to the 2007 Swap, which was the prize it had competed for.

Conclusion

63. For all these reasons, the Claimant's case must fail. In the circumstances I do not address the arguments about change of position by way of the hedge which the Defendant entered into and which it unwound as a consequence of the Novation, as it says it would not have done, or the arguments as to counter-restitution, which have remained embryonic.

64. I dismiss the Claimant's claim.

I DERIVATI DEI COMUNI ITALIANI NELLA VALUTAZIONE DELL'ALTA CORTE DI GIUSTIZIA INGLESE*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il quadro normativo di riferimento. – 3. Tipologia operative e caratteristiche tecniche dei derivati: la non complessità. 4. *Segue:* il divieto del profilo crescente. – 5. Conclusioni.

1. Intervenendo sulla dibattuta questione dei contratti derivati stipulati dagli enti pubblici territoriali italiani, la *High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court* britannica, con la decisione che qui si annota, ha offerto un significativo contributo alla chiarificazione di una problematica tuttora all'attenzione delle competenti autorità italiane, interessate a definire le modalità procedurali e la qualificazione tecnico giuridica di fattispecie aventi ad oggetto, per l'appunto, negoziazioni di tal genere¹.

Ed invero, la cronaca giudiziaria recente ha dato ampia informativa in ordine ad una decisione recentemente assunta dalla Corte d'Appello di Milano, in sede penale, su una presunta "truffa" ai danni del Comune di Milano perpetrata da alcuni enti bancari che, con quest'ultimo, avevano effettuato operazioni in derivati². La sentenza di assoluzione con formula piena degli imputati - e, dunque, il venir meno di una ipotizzabile condanna per violazione della legge

* Contributo approvato dai revisori

¹ Cfr., tra gli altri, CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, pp. 47 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, pp. 9 ss.; MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca Borsa Tit. cred.*, 2011, pp. 604 ss.; BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, *ibidem*, 2012, pp. 541 ss.; HUANG, *A normative analysis of new financially engineered derivatives*, in *Southern California Law Review*, University Colorado, 20; BAKER, *Regulating the invisible: the case of the Other-The-Counter derivatives*, in *Notre Dame Law Review*, n.85, 2010; SAVONA, *Do we really understand derivatives?*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, n. 2, pp. 281 ss.; PELLEGRINI, *Financial derivatives. Regulation and disputes in the italian legal order*, *ibidem*, pp. 373 ss.

² Si veda, per tutti, l'articolo intitolato «Derivati in Comune, la Corte d'Appello di Milano azzecca la condanna delle banche», visionabile su ilfattoquotidiano.it, 7 marzo 2014.

n.231/2001 (concernente la responsabilità delle aziende di credito per reati commessi dai propri dipendenti) – affronta una tematica da tempo oggetto di valutazione da parte degli studiosi, oltre che al centro di altre decisioni nelle quali sono state prese in considerazione questioni similari, nella cui scia può dirsi abbia trovato collocazione il recente orientamento della Corte di Milano³.

Sempre nel solco di una necessaria chiarificazione della problematica in parola rileva, poi, una parallela decisione del Consiglio di Stato del novembre 2012 nella quale è stato negato alla Provincia di Pisa l’annullamento dei contratti aventi ad oggetto derivati⁴; ciò, in base a valutazioni che, nell’approfondimento della natura e dei dati caratterizzanti tale tipologia contrattuale, sono incentrate su un’analisi che non prescinde dalla “convenienza economica” di tali operazioni, valutazioni che fondano la legittimità della tesi sostenuta su un riscontro (nella fattispecie) di mancanza di contrarietà alle prescrizioni normative⁵.

Come si è anticipato, analoga importanza riveste la decisione dell’Alta Corte di Giustizia britannica con riguardo ad una controversia promossa da HSH Nordbank AG contro Intesa Sanpaolo SpA e, precisamente, in «a dispute arises out of interest rate swap transactions entered into with an Italian Local Authority, the Comune di Benevento (“Benevento”), which had underlying loans from Cassa Depositi e Prestiti (“CDP”), a state-controlled company financing local authorities».

Ed invero la Corte - attraverso un puntuale esame delle tecniche e dei

³ Cfr. Corte d’Appello di Milano, IV sez. pen., 7 marzo 2014, con la quale è stata ribaltata la decisione del Tribunale di Milano n. 13976 del 19 dicembre 2012.

⁴ Cfr. Consiglio di Stato, 27 novembre 2012, n. 05962/2012.

⁵ Per un’impostazione generale della questione, si veda PASSALACQUA, *Derivatives financial instruments and balanced budgets: the case of the Italian public administration*, in *Law and economics yearly review*, 2013, n.2, pp. 447 ss.; CAPRIGLIONE, *The use of “derivatives” by italian local authorities in public finance management. Still an issue*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, n. 2, pp. 399 ss.

tempi sottesi all'operatività in derivati - respinge la domanda attrice sulla base di motivazioni che non lasciano spazio a dubbi per quanto concerne vuoi la definizione dell'oggetto dei derivati praticabili dai Comuni (e, dunque, l'identificazione dei caratteri strutturali dei medesimi), vuoi la valutazione di alcuni specifici elementi tecnici che possono caratterizzare le operazioni di cui trattasi (in particolare: la presenza di un premio). Da qui le condivisibili conclusioni cui perviene il Giudice inglese nell'asserire che, nella fattispecie a Lui rappresentata, deve ritenersi esclusa la violazione di una 'norma imperativa', cui conseguirebbe la nullità del derivato ai sensi dell'art. 1418, comma 1, del codice civile italiano.

2. In tale premessa - al fine di delineare il quadro normativo di riferimento e, quindi, di individuare i criteri di un corretto *agere* dei Comuni nell'attività in derivati - occorre far presente che, a partire dalla metà degli anni '90 del novecento, le municipalità italiane hanno iniziato ad usare gli strumenti finanziari derivati a supporto delle operazioni dalle medesime poste in essere nell'esercizio delle loro funzioni istituzionali. L'originaria assenza di forme di regolazione speciale, quale all'epoca era dato riscontrare, ha consentito che si determinassero situazioni operative differenziate nelle quali è prevalso talvolta l'intento di un'improprio utilizzo di siffatti strumenti⁶.

⁶ Cfr. art. 35, comma 5, legge n. 724 del 1994; art. 41, legge n. 448 del 2001; nonché i risultati della «Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni», Senato della Repubblica, Commissione Finanze e tesoro.

Più in particolare, la possibilità per gli enti locali di ricorrere agli strumenti finanziari derivati per finanziarsi sul mercato di capitali è riconducibile all'art. 35 della legge 23 dicembre 1994 n. 724, che consente agli enti locali più "virtuosi" (il comma 2 dell'articolo 35 subordina difatti l'emissione di strumenti obbligazionari all'assenza di situazioni di dissesto o di deficit strutturale ed al non aver proceduto al ripiano di disavanzi ai sensi del D.L. n. 8 del 1993) di "*deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti*", escludendo quindi espressamente la possibilità di ricorrere a tale strumento per finanziare le spese di parte corrente. Tale vincolo di destinazione viene poi ribadito dall'art. 202 del d. lgs. n. 267 del 2000 (c.d. Testo Unico degli Enti Locali) il quale prevede più in generale che "*il*

Da qui il riscontro di operazioni che, debordando dai canoni di una rigorosa conformità all'esigenza di copertura (connessa alla ristrutturazione di pregressi debiti), sconfinano nell'assunzione di rischi o, comunque, appaiono finalizzate allo scopo di rinviare a tempi futuri (o più esattamente: a generazioni future) il peso attuale dei debiti contratti dalle Amministrazioni comunali. E' evidente come, in ipotesi del genere, si è dato spazio ad una realtà nella quale si perviene ad un uso distorto dei derivati⁷. Questi ultimi, infatti, spesso non sono risultati volti (come avrebbe dovuto, invece, avvenire) al perseguimento di scopi che non incidessero negativamente sulla interazione tra l'impiego degli strumenti finanziari in questione ed il rispetto delle regole fissate dall'ordinamento (rispetto delle regole, com'è noto, finalizzato all'obiettivo di non alterare le corrette modalità di gestione delle posizioni debitorie dei Comuni e, più in generale, gli equilibri di finanza pubblica).

La particolare complessità della tecnica procedimentale utilizzata facilita la possibilità di pervenire a risultati difformi da quelli ricollegabili ad un corretto uso dei derivati, sicché all'inizio di questo millennio è apparsa ineludibile al nostro legislatore la necessità di un intervento in materia.

Si comprende, per tal via, la ragione che, a partire dal 2001, ha indotto il regolatore italiano a tracciare un composito quadro normativo finalizzato a contenere l'operatività in derivati dei Comuni entro ben delineati confini⁸. Si è volu-

ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente (...) per la realizzazione degli investimenti".

Sul punto cfr. LEMMA, *The derivatives of Italy*, in *Law and economic yearly review*, 2013, n.2, p. 480 ss.

⁷ Sui derivati come prodotti tossici, strumenti di distruzione di massa, mostri simbolo della finanza deviata cfr. Schroeder, *The snowball. Warren Buffett and the business of life*, Bantam, New York, 2009, pp. 733 ss.

⁸ Cfr. AMOROSINO, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali*, in *Il diritto dell'economia*, 2007, n.2, pp. 413 ss.; CORTESE, *Derivati e finanza locale: il caso italiano*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di Cortese e Santori, Pisa, 2010, pp. 213 ss.;

to assicurare in tal modo il corretto utilizzo di tali contratti, evitando una loro strumentalizzazione negativa, volta cioè a differire nel tempo le criticità di gestioni presenti, se non addirittura bieche forme di speculazione finanziaria.

E' la legge n. 448 del 2001 (cd. finanziaria del 2002) che, nel regolare la posizione degli enti territoriali, fa espresso riferimento all'impiego di tali strumenti legittimandone l'uso ove preordinato ad una ristrutturazione del debito (art. 41, comma 1); si è voluto, per tal via, consentire una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi previo *"contenimento del costo dell'indebitamento e ... monitoraggio degli andamenti di finanza pubblica"* (comma 2).

Tale *ratio* giustificatrice sarà posta a fondamento anche di altre disposizioni normative che in tempi immediatamente successivi disciplineranno la materia, fissando modalità di accesso al mercato dei capitali da parte dei Comuni in linea con i criteri ordinatori dianzi indicati. Rileva, al riguardo, la parte della statuizione sopra richiamata nella quale - ai fini dell'utilizzazione di contratti derivati - viene affidato al MEF il coordinamento dell'accesso ai mercati dei capitali degli enti territoriali. Ed invero, come è dato leggere in tale testo normativo, il *"contenuto e le modalità del coordinamento nonché l'invio dei dati .."* relativi alla situazione finanziaria degli enti in parola sono stati rimessi a un decreto da emanarsi dal MEF, di intesa con il Ministero dell'Interno, al quale è stata demandata anche l'approvazione delle *".. norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti"*.

Col decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n.389, è stata attuata detta delega, procedendosi alla puntualizzazione vuoi delle tipologie di contratti derivati consentite alle municipalità, vuoi delle tecniche procedurali che devono es-

sere seguite da questi ultimi al fine di evitare che l'utilizzo dei derivati avvenga per finalità diverse dalla copertura e dalla ristrutturazione. Significativi criteri interpretativi, al riguardo, saranno poi forniti dalla circolare del Ministero dell'economia e delle finanze del 27 maggio 2004 (con cui si completa il quadro disciplinare destinato a porre invalicabili limiti all'azione dei Comuni *in subjecta materia*) precisando in particolare che non sono ammesse «operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività».

E' questo il quadro normativo preso a riferimento dall'Alta Corte di giustizia inglese nella decisione che si annota. La Corte infatti, dopo aver espressamente richiamato la previsione dell'art. 41 della legge finanziaria del 2002, ricorda che «a Ministerial decree was to be issued by the MEF, to set out the rules under which municipalities could use derivatives to manage their financial positions», puntualizzando quindi che «in the exercise of this power, the MEF issued Decree 389 of 1 December 2003 ("Decree 389"), which in Article 3 sets out the permissible derivative transaction ..also issued an explanatory Circular dated 27 May 2004 ("the Circular")».

Rinviando al prossimo paragrafo l'esame particolareggiato della tipologia operativa individuata dal decreto n. 389/2003, va qui segnalato che i Comuni, nel procedere all'attività in derivati non potevano prescindere da una attenta valutazione della relativa *convenienza economica* che, tra l'altro, avrebbe dovuto aver riguardo ai rischi che essi affrontavano, nonché alla valutazione dei vantaggi sottesi alla rinegoziazione di determinate passività in presenza di mutate condizioni di mercato.

A fronte di siffatte prescrizioni vincolistiche sono state registrate linee comportamentali da parte degli enti territoriali, talora difformi dalle indicazioni del regolatore che, a più riprese, ha ritenuto opportuno intervenire ancora con

appositi provvedimenti normativi.

Per completezza d'indagine si richiama la legge 24 dicembre 2007 n. 244 (legge finanziaria per il 2008) volta a rinforzare il previgente sistema di controlli; al fine di fissare limiti alla possibilità di un utilizzo improprio degli strumenti finanziari derivati di Comuni si prevedeva, infatti, a carico di questi ultimi un'intensa attività informativa. Successivamente detta attività veniva *sospesa* dall'art. 62 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, poi modificata, una prima volta, dall'art. 3, comma 6, della legge 22 dicembre 2008, n. 203, e quindi dal d.l. 28 aprile 2009, n. 39, convertito con modificazioni dalla legge 24 giugno 2009, n. 77. Da ultimo, la legge 27 dicembre 2013, n. 147 (legge di Stabilità per l'anno 2014), all'art. 1, comma 572, paragrafo 1, lett. b), rende definitivo il divieto per gli Enti locali di effettuare operazioni in derivati (salvo limitate eccezioni)⁹.

3. Il complesso disciplinare sopra richiamato consente di individuare le operazioni in strumenti derivati utilizzabili dagli enti territoriali (commi 1 e 2) e, dunque, le condizioni cui, sul piano giuridico, è subordinata la loro proposizione. Al riguardo, rileva in primo luogo la loro ammissibilità in corrispondenza di passività effettivamente dovute, come del resto è testualmente precisato dalla Circolare MEF del 27 maggio 2004 dove si sottolinea che *“nessun derivato è configurabile come una passività”*; criterio che resta fermo anche nei casi in cui il derivato abbia subito variazioni (in conseguenza di rinegoziazioni, conversioni o per aver raggiunto un ammontare diverso da quello inizialmente previsto), come si evince dalla richiamata Circolare laddove si prevede che *“la posizione nello*

⁹ Cfr. GAUDIELLO, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *Rivista di diritto bancario*, gennaio 2014; CAPRIGLIONE, *The use of “derivatives” by italian local authorities in public finance management. Still an issue*, cit., pp. 407 ss.

strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente".

Sotto altro profilo, va segnalato che le operazioni derivate sono consentite solo laddove l'indicizzazione si riferisca esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette Paesi più industrializzati. Anche su questo punto inequivoco appare l'orientamento della più volte menzionata Circolare MEF, la quale tiene a specificare che il riferimento al mercato monetario deve intendersi nel senso che l'indicizzazione consentita è solo quella relativa a *"tassi di interesse a breve termine"*, mentre non sono ammessi *"gli strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio pagare 2 volte il tasso Euribor"*.

A ciò si aggiunga che la necessaria riferibilità dei derivati alle forme previste dal d.m. n. 389 del 2003 riconduce i contratti consentiti agli enti territoriali ad uno degli schemi negoziali ivi elencati e, più precisamente, ad operazioni di :

- a) *«swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi;*
- b) *acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;*
- c) *acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito;*
- d) *acquisto di «collar» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti;*
- e) *altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa;*
- f) *altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività ed i flussi con esse ricevuti dagli enti interes-*

sati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività.”

Siamo, dunque, in presenza di operazioni ben identificate dal regolatore il quale, al fine di evitare un utilizzo improprio degli strumenti in parola, ha richiesto che tali operazioni fossero attuate nella forma “*plain vanilla*”¹⁰, preoccupandosi, in mancanza di una puntuale definizione normativa di quest’ultima,, di chiarire cosa debba intendersi con tale formula. La disciplina appare orientata, pertanto, da un lato, ad evitare che l’ente territoriale possa assumere i rischi finanziari tipici dell’intermediario “venditore di prodotti derivati”; dall’altro, in un’ottica prudenziale e di tutela, ha voluto limitare i suoi acquisti di derivati a prodotti semplici, standard, di base, tipizzati nella prassi contrattuale.

Va da sé che la forma *plain vanilla* dovrà ricorrere anche nelle fattispecie costituite da combinazioni di operazioni del tipo indicato. In particolare, tale evenienza è riferibile ai derivati di cui alle lettere e) e f) dell’art. 3 del d. m. 389 sopra richiamato. Ed invero, la Circolare del MEF puntualizza, al riguardo, che in entrambi tali casi le operazioni devono essere scomponibili in “operazioni standard”. Naturalmente, resta ferma la distinzione tra le operazioni della lett. e rispetto a quelle previste nella successiva lett. f, essendo le prime delimitate alla sola combinazione di schemi ed opzioni finalizzate ad una rimodulazione degli interessi, laddove le seconde dovranno presentare i requisiti aggiuntivi richiesti dalla normativa (*i.e.* scadenza, uguaglianza dei flussi e profilo non crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento).

¹⁰ Cfr. LA SALA e BRUNO, *Dall’obbligazione plain vanilla all’obbligazione strutturata*, in *Le Società*, 2009, n.6, pp. 689 ss.

È questa la lettura del testo normativo data dalla sentenza che si annota, nella quale il Giudice inglese si dichiara «wholly persuaded by the Defendant's case in this regard», allo scopo precisando che «No authority has been produced by the Claimant to set against the clear conclusion of the Court of Auditors, and I find it difficult ... to see what (f) would apply to, given the existence of (e). ... (the expert of the Claimant)... himself had described (f) as a catch-all. I am not persuaded that Article 3.2 renders void or unlawful any restructuring of principal in such derivatives, provided the Conditions in (f) are otherwise complied with».

Da qui una prima conclusione in ordine ai contenuti della lettera *f*, identificabili in funzione della finalità di perseguire una forma di ristrutturazione del debito attraverso una rimodulazione delle passività dell'ente territoriale, riguardate sia nella parte interessi che in quella capitale e, dunque, in funzione dell'effetto che le operazioni in parola sortiscono nel consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito.

4. Nell'ottica di evitare che i derivati si risolvano in operazioni potenzialmente pericolose per gli enti territoriali, il d.m. 389 del 2003 - come si è anticipato - ha disposto tre condizioni specifiche, da intendersi quali requisiti strutturali del contratto. Ci si riferisce, in particolare, alla loro scadenza, che non deve essere successiva a quella della sottostante passività; nonché alla stretta corrispondenza tra i flussi ricevuti e quelli pagati (dagli enti locali) ed all'esigenza di evitare che si determini, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento¹¹.

¹¹ A ciò si aggiungano i limiti posti all'eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni, che non deve essere superiore all'1% del nozionale della sot-

Significativo, al riguardo, deve ritenersi il testo della Circolare del MEF sopra menzionata, nel quale si chiarisce che *“tale prescrizione è volta ad evitare che siano poste in essere operazioni derivate i cui flussi di pagamento da parte dell’ente vengano concentrati in prossimità della scadenza”*. Si versa, quindi, in presenza di un presidio volto ad evitare inopportuni effetti in grado di trasferire ad esercizi futuri il peso dell’indebitamento esistente. Pertanto, non si tratta solo di assicurare una stretta applicazione del tenore letterale della normativa, né di conformarsi all’interpretazione che della stessa è stata data dalla dottrina unanime e dalla Corte dei Conti.

È appena il caso di ricordare che la sentenza dell’Alta corte di giustizia inglese, nel fare espresso riferimento al testo della menzionata Circolare, mette in evidenza che *«concerning the letter f) furthermore, the prohibition of an “increasing profile of actual values” refers, in the context of derivatives transactions, to the payments made by the agency»*; identificando la *ratio* di tale normativa nel fatto che *«This prescription is to avoid that derivatives transactions should take place for which the payments by the agency are concentrated close to maturity»*.

Da qui la conclusione cui la Corte perviene in ordine alla regolarità dello Swap oggetto della controversia sottoposta al suo vaglio, rifiutando la tesi dell’attore nella quale veniva erroneamente indicato che *«on a proper construction of Article 3.2(f) at Italian law, it requires that the profile be calculated by reference to net payments, i.e. the balance of payments to be made by and between Benevento and the Defendant (...“Option 1”): alternatively that the profile should be calculated by reference only to payments of principal (not inter-*

tostante passività. Rileva, in proposito, il testo della Circolare secondo cui lo sconto o premio è stato eccezionalmente previsto *“per consentire la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui è stata contratta”* e lo stesso *“deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell’operazione derivata”*.

est) (“Option 2”)).

Si esprime piena condivisione della tesi enunciata dal giudice inglese, in quanto da una attenta lettura del testo normativo non risulta in alcun modo la riferibilità a «net payments» ovvero a «payments of principal (not interest)». Sicché si è di fronte al chiaro tentativo di eludere la reale portata disciplinare della normativa dianzi esaminata, vuoi perché sia nel decreto n. 389 che nella Circolare interpretativa dello stesso non v'è alcun richiamo a forme di pagamento netto, laddove è implicita in ogni forma di ristrutturazione del debito la riferibilità al congiunto ammontare del capitale e degli interessi che danno contenuto alle passività prese in considerazione dal derivato. Donde l'inequivoca conclusione del giudice inglese, il quale tiene ad asserire che «in any event I am not satisfied that the Claimant has proved its case as to either Option 1 or Option 2».

In definitiva, come è stato argomentato nella sentenza in commento, le operazioni di cui alla lett. *f* sono liberamente determinabili nelle loro caratteristiche, trovando delimitazione solo nella prescritta finalità di dar contenuto ad una ristrutturazione del debito e, dunque, da effettuarsi nel rispetto degli specifici requisiti previsti dalla disciplina speciale.

5. In chiusura di queste brevi note è bene ricordare le parole di compiacimento espresse dalla Corte inglese in merito alle modalità con cui le competenti autorità italiane, vale a dire il MEF e la Corte dei Conti, sono intervenute nella fattispecie. Particolarmente interessante risulta, infatti, l'affermazione del Giudice di fondare la propria decisione sul fatto che “there is no doubt that the MEF and the Court of Auditors considered the 2005, 2006 and 2007 Swaps in great detail, and plainly understood the nature of their terms”.

Se ne è dedotta la completezza dell'indagine ascrivibile alle indicate auto-

rità, per cui il contratto derivato in osservazione è stato ritenuto conforme al dettato normativo della lettera (f) dell'articolo 3, comma 2, del Decreto 389, come interpretato dalla Circolare. Recependo tale conclusione ai fini del corretto inquadramento giuridico dell'operazione in parola, può senz'altro dirsi che la medesima non concretizza violazione alcuna di norme imperative; donde l'esclusione della sua *nullità*, in quanto non sussistono i presupposti per l'applicazione dell'art. 1418, comma 1, del Codice Civile.

Mirella Pellegrini

*Straordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università Luiss G. Carli di Roma*

WHAT'S BETTER THAN "PLAIN VANILLA"?

(NULLA, SE ESSA E' ALLA BASE DELLA CORRETTEZZA OPERATIVA)*.

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. La forma *plain vanilla* nel giudizio della High Court of Justice. - 3. I derivati dei comuni e la preferenza accordata dalla regolazione alla semplicità operativa. - 4. (*Segue*): Esternalità positive della forma *plain vanilla*. - 5. Alternative efficienti per la circolazione dei derivati.

1. La sentenza in commento affronta secondo i canoni del pragmatismo anglosassone uno dei nodi irrisolti della regolamentazione dei mercati finanziari: la struttura modulare dei contratti derivati e, dunque, la possibilità di arricchire l'originaria formula negoziale con elementi aggiuntivi. Oggetto della controversia è, infatti, la cessione - da una banca italiana (*i.e.* Intesa Sanpaolo SpA, «*the Defendant*») ad un'altra tedesca (*i.e.* HSH Nordbank AG, «*the Claimant*») - di un *interest rate swap* stipulato da un Comune italiano nella forma *plain vanilla*.

In particolare, la banca attrice mette in dubbio la regolarità di tale *swap* in quanto esso, ad integrazione dell'accordo principale (*i.e.* lo scambio di flussi di interessi fissi contro variabili), prevede ulteriori clausole ed opzioni volte a realizzare specifici effetti (tra i quali rileva la fissazione di un *collar* e la rimodulazione del piano di ammortamento). Per converso, la Corte dei conti (sez. reg. Campania, nella pronuncia n. 14 del 2008), prima, ed il Giudice inglese (nella sentenza in commento), poi, hanno ritenuto che tale derivato dovesse essere valutato sulla base dei limiti fissati dalla normativa all'epoca vigente (*i.e.* art. 41, l. 448 del 2001 e relativo D.M. 389 del 2003, specificati dalla circolare del 27

* Contributo approvato dai revisori.

maggio 2004).¹

A ben considerare, la complessità della fattispecie è riconducibile alla disamina della forma in cui il derivato è stato realizzato: essa riassume in sé gli elementi di tutela (degli enti locali) posti a base della normativa speciale (dal re-

¹ Trattasi di un quadro normativo complesso ed articolato in più livelli. Appare utile rappresentare che la regolazione della materia è stata oggetto di talune *forzature applicative* che, dopo aver interessato le autorità competenti hanno reso necessario procedere a significative modifiche e correzioni, sino ad arrivare - in tempi recenti - al divieto di un'operatività siffatta.

È appena il caso di far menzione delle complesse questioni concernenti l'annullamento in autotutela dei provvedimenti con i quali l'amministrazione ha affidato a intermediari finanziari la ristrutturazione del proprio debito mediante investimenti in strumenti derivati; questioni prese in considerazione dalla pronuncia del Cons. Stato sez. V 7 settembre 2011, n. 5032, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2012, pp. 394 ss. con nota di CORTESE, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*.

Sul piano regolamentare, rileva la l. 24 dicembre 2003, n. 350 (Finanziaria 2004), e in particolare il disposto dell'art. 3, commi da 16 a 21ter, ove si indicano le operazioni in derivati da considerarsi come formule di indebitamento, tra le quali si segnala in particolare il premio incassato al momento del perfezionamento di operazioni derivate previsto al comma 17, così come integrato dall'art. 62, comma 9, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112.

Peculiare interesse denota la l. 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria 2007), che introduce - in base all'art. 1, commi dal 736 al 739 - l'obbligo di preventiva comunicazione al Ministero dell'Economia e delle Finanze delle operazioni in strumenti derivati (ai fini dell'efficacia del contratto); cui è seguita la Circolare esplicativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 31 gennaio 2007 e la Circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 22 giugno 2007, che hanno - in via di fatto - sospeso le operazioni in derivati concluse da enti territoriali.

Un ulteriore intervento in subiecta materia è stato recato dal d.l. 25 giugno 2008, n. 112, art. 62, convertito dalla l. 6 agosto 2008, n. 133, poi sostituito dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n. 203 (Finanziaria 2009) nel quale si sancisce, per un verso, l'immediata applicazione: a) del divieto di emettere titoli obbligazionari o altre passività che prevedano il rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza e, per le operazioni di emissioni diverse, fissazione della durata minima e massima di ogni singola operazione; b) del divieto di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati sino all'entrata in vigore di un regolamento (a sensi art. 17 co. 3 l. n. 400/1988); Cfr. DE CARLI, *Considerazioni di sistema su crisi economica e specialità normativa in materia di banca e finanza*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, cit., pp. 1171 ss. ove, peraltro, si segnala anche l'art. 17 co. 32 del d.l. 78/2009 citato, ove è stata consentita un'eccezione al menzionato divieto in materia di derivati per le Regioni Lazio, Campania, Molise e Sicilia dandosi la possibilità di ristrutturare le operazioni derivate in essere al solo scopo della salvaguardia del beneficio e della sostenibilità delle posizioni finanziarie.

Da ultimo, occorre menzionare l'art. 1, comma 572, della l. 27 dicembre 2013, n. 147 (legge di stabilità 2014), recante il contenimento dell'uso da parte degli enti locali e territoriali degli strumenti derivati; cfr., sul punto, CAPRIGLIONE, *The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue*, in *Law and economics yearly review*, 2013, p. 399 ss. ove si sostiene che i derivati dei comuni «were temporarily prohibited by Article 62 of Law Decree No 112 of 25 June 2008 (converted with amendments by Law No 133 of 6 August 2008) and then permanently prohibited by the recent 'stability law' for 2014».

golatore italiano). Tra i numerosi elementi oggetto del giudizio inglese appare, dunque, meritevole d'interesse il percorso argomentativo a base della riconducibilità del contratto alla forma *plain vanilla*.

Tale percorso si sviluppa sulla scorta di pareri resi da autorevoli esperti della materia, consentendo all'interprete di cogliere i positivi riflessi di valutazioni che fanno piena applicazione del principio «*substance over form*» (e, quindi, in grado di cogliere gli aspetti peculiari del processo di innovazione finanziaria che ha interessato, negli anni recenti, i principali mercati internazionali ed i più importanti operatori economici). Com'è dato evincere dal testo della sentenza, infatti, all'obbligatorietà della forma *plain vanilla* corrisponde l'intento di tutelare gli enti locali dai rischi della finanza innovativa, della speculazione e, più in generale, delle asimmetrie informative (*rectius*: cognitive) che intercorrono tra i contraenti pubblici e gli intermediari finanziari.²

Ciò posto, è doveroso soffermarsi sulla preferenza accordata dalla normativa speciale alla semplicità della struttura negoziale al fine di chiarire la *ratio* della presenza nel rapporto contrattuale di taluni elementi che ne integrano l'essenza; ciò, anche in considerazione dei riflessi di tale forma operativa sulla armonizzazione del mercato europeo dei derivati.

2. Al giudice inglese risulta chiaro che l'interpretazione di uno strumento finanziario derivato deve aver riguardo alla ragione economica - di copertura o di speculazione - che ha portato le parti alla sua negoziazione, indipendentemente da ogni valutazione in ordine alle loro capacità predittive (dell'andamento degli elementi sottostanti al contratto).³ È in base a tale parametro di

² Cfr., per la disamina degli aspetti generali della questione, SAVONA, *Do we really understand derivatives*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 280 ss.

³ Sul piano giuridico, da tempi ormai lontani la dottrina e la giurisprudenza hanno riconosciuto la natura di «strumento finanziario» ai contratti di swap; per un approfondimento sulla logica

giudizio, infatti, che è stata dalla Corte valutata la conformità alla normativa speciale dell'operazione in derivati posta in essere nel 2006 tra la banca italiana ed il Comune di Benevento (e, conseguentemente, l'infondatezza della pretesa restitutoria della banca tedesca); ciò, in linea col giudizio formulato dalle autorità amministrative e giurisdizionali italiane che già avevano riconosciuto la piena validità dell'operazione in parola (a fronte del riscontro di specifici profili di irregolarità riferibili ad un successivo *swap* che, nel 2007, la banca tedesca ha rinegoziato con il Comune testé citato⁴).⁵

Centrale, nella delineata prospettiva, è la riferibilità del contratto derivato in esame alla forma negoziale *plain vanilla*, contratto posto alla base delle

sottesa a tale inquadramento si rinvia alle riflessioni di CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, in *Banca e borsa*, 1991, I, pp. 792 ss; in giurisprudenza, cfr. Cass. 14 novembre 1997, n. 11279.

Tale natura è stata successivamente confermata dal testo unico della finanza (d. lgs n. 58 del 1998) che, in modalità in equivoche, li ha così qualificati, come è dato evincere dal disposto dell'art. 1 comma 2 lett. g (dedicato, per l'appunto, alle Definizioni); al riguardo, si richiama la recente letteratura giuridica che si è soffermata sull'analisi di tale tipologia negoziale definendo i contratti in esame come *strumenti finanziari derivati*, ovverosia come strumenti finanziari il cui "valore dipende o è determinato (quindi "deriva") dal valore, o dal cambiamento di valore, di un'attività, finanziaria o reale, di riferimento (c.d. sottostante) che può essere un indice di borsa, un tasso d'interesse, un rapporto di cambio tra valute, il prezzo di un titolo o di una materia prima"; cfr. PAGNONI, *Contratti di swap*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, II, Torino, 2004, pp. 1089 ss. [nt. 1].

⁴ Nel prescindere dalla disamina dello Swap del 2007 (al di fuori della cognizione del giudice inglese), si deve tuttavia precisare che il medesimo presentava elementi speculativi poco in linea con la normativa e i più recenti orientamenti giurisprudenziali, laddove la struttura contrattuale del derivato non fuggiva ogni dubbio in ordine ad una possibile dell'alterazione dell'alea; cfr., sul punto, GIRINO Emilio, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, pt. 1, pp. 92 ss.

⁵ Cfr. Corte dei Conti, Sezione Regionale di Controllo per la Campania, pronuncia N. 14/2008, pubblicata sul sito www.corteconti.it ove si richiama - tra l'altro - una nota pervenuta dalla Segreteria della Presidenza della Corte dei conti in data 21.11.2007 prot. di questo Ufficio n. 7119, con la quale si è rappresentato che il Ministero dell' Economia e delle Finanze- Dipartimento del Tesoro aveva comunicato, ai sensi dell'art. 1, comma 737 della Legge 27 dicembre 2006, n. 296, che il Comune di Benevento, in data 7 agosto 2007, aveva stipulato un contratto di *interest rate swap* con vendita di *cap*, in violazione della vigente normativa.

Si veda, altresì, la Deliberazione del Consiglio Comunale di Benevento del 11 marzo 2011, avente ad oggetto «Operazione in derivati del Comune di Benevento - procedimento pendente avanti alla High Court of Justice of England and Wales - HSH Nordbank AG/Comune di Benevento (Case number 2010/folio 667) Provvedimenti», reperibile su www.comune.benevento.it

obbligazioni reciprocamente assunte dal Comune e dalla banca italiana.⁶ Trattasi, infatti, di uno scambio di flussi finanziari, a scadenze predeterminate, finalizzato alla riduzione dell'onere di un debito precedentemente stipulato dal Comune con la Cassa Depositi e Prestiti, cui accedeva la copertura dal rischio di variazione dei tassi di interesse (*i.e.* il *collar*) e la volontà di conseguire anticipatamente i benefici del derivato (mediante l'ulteriore scambio di importi aggiuntivi fissi).⁷ Ne risulta, pertanto, esclusa la riferibilità ad un'operazione di finanziamento (e, dunque, la presenza di un *loan element*) che - com'è noto - si fonda sul diverso presupposto della cessione temporanea di un capitale (previa remunerazione).⁸

Ciò posto, va tenuto presente che, nella fattispecie portata all'attenzione della Corte inglese, risulta evidente che il sinallagma alla base del nostro «*interest rate swap*»⁹ sottende la ridefinizione della dinamica di remunerazione delle

⁶ Si veda, sul punto, la ricostruzione riferita alla 'realtà sarda' di PIRAS, *Il fenomeno dell'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2012, fasc. 19, pag. 95 ss. nella quale si rappresenta anche un'indagine sul ricorso ai derivati da parte delle pubbliche amministrazioni.

⁷ In altri termini, il derivato dedotto in giudizio si sostanziava in uno *swap* di un tasso fisso contro un tasso variabile (in parte prestabilito e in parte indicizzato all'*euribor*), accompagnato dall'acquisto di un *collar* (*i.e.* un *cap* ed un *floor*, destinati a circoscrivere l'esposizione massima del Comune e, dunque, a limitare i relativi rischi finanziari, contrariamente a quanto asserito da HSH Nordbank AG) e dalla volontà di rimodulare il piano di ammortamento anticipando i benefici rivenienti dalla riduzione dell'onere del finanziamento.

⁸ Così conclude la Sentenza in commento, para. 17

A ciò si ricollega il disposto dell'art. 3, comma 17, l. 250 del 2003, volto a precisare che, per gli enti locali, l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate può costituire una fonte di indebitamento - agli effetti dell'articolo 119, sesto comma, della Costituzione - solo «sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT)».

⁹ Appare utile richiamare il modello base di tale contratto, contenuto in *1987 ISDA® Interest Rate Swap Agreement*, New York, 1987; nonché il documento *2006 ISDA® Definitions*, New York, 2006 ove, tra l'altro, si rinviene il modello contrattuale consigliato per i negozi stipulati tra operatori non professionali per lo scambio reciproco degli interessi calcolati su un medesimo ammontare di capitale, secondo criteri finanziari differenti.

Per un inquadramento della fattispecie nel nostro ordinamento, cfr. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, pt. 1, pp. 39 ss. e, in particolare, la descrizione degli schemi negoziali di riferimento.

fonti di finanziamento, in funzione delle aspettative che la pubblica amministrazione aveva rispetto agli andamenti futuri della congiuntura economica.

A conferma di quanto precede, la Corte richiama anche la verifica dell'andamento dei tassi variabili assunti a base dell'operazione, accertamento che è stato in grado di chiarire come «the four favourable exchange rate transactions in this case had to be analysed as part of the structure of the whole transaction» e, dunque, di comprovare la correttezza degli accordi economici che, nel 2006, le parti hanno posto a base dell'operazione. Alla medesima conclusione conduce anche la valutazione dei profili attuariali di quest'ultima; valutazione che ha confermato la natura accessoria del derivato rispetto alle passività esistenti nel bilancio del Comune di Benevento (e, dunque, l'impossibilità di valutare il derivato alla stregua di un contratto *stand alone* quanto piuttosto la necessità di considerarlo un elemento di un *synthetic debt*), donde l'esclusione di fini speculativi (in quanto l'ente locale non persegue un profitto a breve termine attraverso l'assunzione di un pieno rischio connesso alle variazioni dei tassi di interesse).¹⁰

Si vedano, altresì, le considerazioni formulate da BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, pt. 1, pp. 541 ss. in ordine alla rilevanza della definizione di "strumenti finanziari derivati" e le corrispondenti discipline applicabili nell'ordinamento italiano, cui si accompagna anche una ricognizione della "casistica" normativa ed una rassegna di taluni orientamenti dottrinali circa l'inquadramento della fattispecie (che evidenzia le differenze tra una tesi "unitaria" ed un'altra "anti-unitaria"). Rileva, più in generale, l'articolata ricostruzione della fattispecie presentata da MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, pt. 1, pp. 604 ss. ove si muove dalla relazione che intercorre tra la conclusione dei contratti derivati e la negoziazione dei medesimi quali strumenti finanziari, soffermandosi - tra l'altro - su taluni aspetti particolari relativi al *mark to market* ed all' *upfront*.

¹⁰ A fondamento di tale conclusione, v'è il riferimento alla forma *plain vanilla*, intesa quale garanzia di semplicità delle opzioni che danno contenuto ai contratti derivati in esame. Va da sé che le composite modalità in cui tali contratti derivati si dispiegano devono consentire all'interprete di ricondurre le variegate opzioni negoziali ad un unico intento decisionale (*i.e.* la causa di copertura) e, dunque, all'unitarietà del *synthetic debt* (*i.e.* passività preesistente e derivato). Ciò in quanto quel che i derivati dei comuni devono realizzare è un assetto di interessi in cui l'aggregazione di più schemi finanziari conduce all'unitarietà del rapporto negoziale e, quindi, all'impossibilità di una loro autonoma valutazione. Cfr., sul punto, AUTELITANO,

Sicché, nel derivato sottoposto all'esame del Giudice, la forma *plain vanilla* rappresenta la struttura negoziale idonea a ricondurre ad unitarietà l'*interest rate swap*, l'opzione *collar* e lo scambio di importi aggiuntivi fissi; elementi che, nella fattispecie, devono intendersi tra loro strettamente integrati (e funzionalmente asserviti all'obiettivo di ristrutturazione del debito avuto di mira dal Comune di Benevento). Nella controversia in esame, infatti, il riferimento alla 'semplicità' del nesso espresso dal *collegamento* dei predetti elementi ha reso agevole la valutazione della convenienza economica dello *swap*, nonché della sua rispondenza alle finalità (di copertura) imposte dal quadro normativo di riferimento.¹¹

3. Come si è visto, l'individuazione del quadro normativo che consente ai comuni italiani di effettuare operazioni in derivati è posto, dal Giudice inglese, a fondamento della possibilità di dar corso alla restituzione del debito sottostante: finalità cui è stata correlata la decisione sulla pretesa restitutoria dell'Attore.¹² Nella fase di cognizione, è emerso il peculiare rigore dei presidi po-

Contratti derivati e collegamento negoziale, in *I Contratti*, 2012, pp. 905 ss.; si veda, altresì, TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, pt. 1, p. 68 ss. ove si affrontano le problematiche relative al vizio "genetico" dei contratti derivati avendo riguardo alla *complessità* dell'operazione ed alla *meritevolezza* degli interessi di riferimento.

Si veda, altresì, BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, pp. 652 ss. per una disamina del regime normativo dei derivati creditizi; nonché DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Rivista di diritto privato*, 2009, pp. 15 ss.

¹¹ Trattasi, dunque, di una valutazione atta ad accertare le condizioni economiche poste a base dell'operazione; cfr. BUFACCHI, *Né buoni, né cattivi, ma da usare bene: la bomba derivati, fra allarmismi e rischi concreti per la finanza locale*, in *Amministrazione civile*, 2008, pp. 65 ss.

¹² Sia consentito precisare che, nel corso del giudizio, è risultata centrale la verifica della legittimazione del Comune e, dunque, della rispondenza delle negoziazioni di cui trattasi al dettato regolamentare (che, come si è anticipato, delimita in ambiti ben definiti la possibilità dei Comuni di accedere a tali strumenti finanziari).

Conseguentemente, la cognizione del Giudice inglese non si è limitata ad aspetti tecnico-giuridici che contraddistinguono detti rapporti (causa negoziale e tipologia di derivato), ma ha preso in considerazione i caratteri finanziari ed attuariali che danno contenuto alla forma *plain*

sti a tutela della *stabilità* complessiva del sistema, della *concorrenza* nel mercato dei capitali e della *trasparenza* delle informazioni. Non vi sono dubbi, infatti, che l'intervento del regolatore, nel realizzare il coordinamento della finanza pubblica, introduce una chiara preferenza per un insieme di tipologie contrattuali identificate nel riferimento alla semplicità operativa ed alle finalità di ristrutturazione del debito.¹³

Al riguardo, è stato preso in considerazione Il Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389 del 1° dicembre 2003 di attuazione dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 (che ha regolato l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali).¹⁴ Ulteriori

vanilla (tipica dei contratti consentiti dal quadro normativo del tempo) e qualificano la dinamica dei flussi di pagamento (*i.e.* esclusione del profilo crescente dei valori).

Rilevano, sul punto, le considerazioni di ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, pt. 1, pp. 106 ss. ove si mettono in evidenza due specifiche fenomenologie: la stipula di un derivato a copertura di un finanziamento non erogato (*i.e.* una passività non esistente) e di un derivato in assenza di rischi (equivalenti) tra le parti.

¹³ Cfr. MOTTURA, *Alcune evidenze empiriche sugli indicatori di rischio nella finanza delle amministrazioni locali e dello Stato*, intervento alla XXIV Conferenza della Società italiana di economia pubblica, Pavia, 24 - 25 settembre 2012, reperibile sul sito www.unipv.it ove si propongono evidenze empiriche tratte da due indicatori di rischio: lo *spread* delle obbligazioni di enti territoriali italiani e il *costo* delle garanzie dello Stato italiano a favore delle banche nazionali. L'A. specifica che il primo è un *indicatore di mercato*, nel senso che si basa su quotazioni direttamente osservabili; il secondo è, invece, un *indicatore normativo*, essendo calcolato sulla base della regola sancita nel decreto c.d. "Salva-Italia" a partire da dati rilevati sul mercato. Nel pervenire al riscontro di "anomalie" in entrambe le convenzioni, l'A. valorizza la responsabilità degli amministratori, asserendo che «nella finanza ... non può esistere il modello vero» (citando FELICE - MORICONI, *Una nuova finanza d'impresa*, Bologna, 2011, pp. 161 - 162). Cfr., altresì, MASERA - MAZZONI, *Derivatives' pricing and model risk*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 296 ss.

¹⁴ Trattasi di un quadro normativo che segna invalicabili limiti per l'*agere* dei Comuni, i quali - sulla base di quest'ultima - sono abilitati a porre in essere unicamente operazioni semplificate, tali cioè da evitare che la presenza di opzioni complesse si risolva a danno della stabilità degli enti in parola; cfr. punti 18 e 20 della Sentenza in commento; si veda altresì CAPRIGLIONE, *The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue*, cit., pp. 407 ss.

In tal senso orientano, altresì, le indicazioni delle autorità di controllo, cfr. CORTE DEI CONTI, Sezioni riunite, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, predisposta per l'Audizione del 18 febbraio 2009 davanti alla VI Commissione del Senato della Repubblica.

chiarimenti interpretativi sono stati tratti, poi, dalla circolare 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze, che fornisce «linee guida» per assicurare un accesso al mercato dei capitali efficace, ordinato e prudente.¹⁵

In generale, può dirsi che il regolatore italiano ha prestato particolare attenzione alla linearità delle strategie di copertura ed al livello della sofisticazione matematica, volendo evitare che la struttura finanziaria dell'operazione divenisse *inaccessibile* per gli amministratori locali e per le autorità di controllo.¹⁶ Si spiega in tal modo l'opzione di circoscrivere i casi nei quali la capacità dei comuni di negoziare un contratto derivato (che trova il suo fondamento nell'art. 1 della l. 241 del 1990) conduce ad un risultato valido.¹⁷

In tale premessa, il richiamo alla forma *plain vanilla* risulta essenziale per valutare la rispondenza della strategia di copertura ai limiti dianzi indicati;¹⁸ richiamo che trova specificazione nell'intervento esplicativo recato dalla menzio-

Tutte le corti dei conti...

Viene, infine, in considerazione la pronuncia della C. Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, pt. 2, p. 18 ss. con nota di SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali* ove si affrontano specifiche questioni di costituzionalità sollevate rispetto al disposto dell'art. 62, commi 3° e 6°, d.l. 112/2008; nonché in *Giurisprudenza italiana*, 2010, p. 2022 con nota di LUBERTI, *Strumenti finanziari derivati: legittime le limitazioni all'autonomia negoziale degli enti locali*;

¹⁵ Cfr. PASSALACQUA, *Derivatives financial instruments and balanced budgets: the case of the Italian public administration*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 447 ss.; D'AURIA, *Strumenti finanziari derivati, competenza legislativa statale e regionale*, in *Il Foro italiano*, 2010, pt. 1, c. pp. 3276 ss.

¹⁶ Cfr., sul punto, MOTTURA, *Derivati e finanza pubblica: situazione e prospettive*, in AA.VV., *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità*, a cura di Nicolai, 2012, Bologna, pp. 649 ss.; nonché CARLEO – MOTTURA C. – MOTTURA L., *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Il Foro amministrativo T.A.R.*, 2011, pp. 1085 ss.

¹⁷ Si versa, dunque, in presenza di un contesto normativo nel quale risultano applicabili anche le tutele ordinariamente previste per i contraenti privati; cfr. PELLEGRINI, *Financial derivatives. Regulation and disputes in the Italian legal order*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 373 ss.

¹⁸ Ciò in linea con Trib. Milano 19 aprile 2011, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, pt. 2, pp. 794 ss. con nota di GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*

nata Circolare 27 maggio 2004. Se ne deduce che, nel segnare il limite delle caratteristiche contrattuali compatibili con il quadro normativo di riferimento, il regolatore abbia ravvisato nella semplicità operativa ciò che deve qualificare i derivati dei comuni.

Trattasi, in primo luogo, di un intervento che esclude «qualsiasi forma di opzionalità» nel caso di conclusione di *interest rate swap*; donde una delimitazione alla *fantasia* degli ingegneri finanziari ed alla domanda di strumenti innovativi per la gestione del debito da parte dei tesorieri pubblici.¹⁹ Se ne deduce che, al di là delle indicazioni rivenienti dal caso in esame, a fronte di opzioni incompatibili con le finalità della normativa (quali sono quelle degli *accrual swaps*, dei *compounding swaps*, degli *index amortizing swaps* e le *step-up options*), risultano esclusi anche i *cancelable swaps* nei quali una parte ha la facoltà di chiudere il contratto anticipatamente (stante la presenza di un'opzione di estinzione, da realizzarsi mediante la stipula di un contratto di segno opposto, cd. *offsetting swap*).²⁰ Può dirsi, dunque, che si individua una sorta di *distonia* a livello di normativa speciale, atteso che - nell'ipotesi di *cancelable swaps* - l'opzione, pur complicando l'operazione, si risolve comunque in una tutela per il comune che l'acquista.²¹

Ed ancora. Alla possibilità di procedere all'acquisto di «forward rate agreement», «cap» e «collar» (previsto dall'art. 3, comma 3, punti *b, c d*, del d.m. 389 del 2003) corrisponde un'interpretazione restrittiva del significato degli strumenti ivi citati, nonché l'obbligo di assicurare la coerenza delle «soglie ... sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla

¹⁹ Cfr., sul punto, HULL, *Opzioni futures e altri derivati*, trad. it. di Barone, Milano, 2006, p. 747

²⁰ Cfr., HULL, *op. cit.*, p. 745

²¹ Per il rilievo di un diritto siffatto, cfr. DOLMETTA - SCIARRONE, *La facoltà di "estinzione anticipata" nei contratti bancari, con segnato riguardo alla disposizione dell'art. 7 legge n. 40/2007*, in *Rivista di diritto civile*, 2008, pp. 523 ss.

conclusione dell'operazione derivata». È, pertanto, evidente la valenza sintetica dei derivati dei comuni, che la normativa secondaria considera ancora una volta congiuntamente al debito preesistente. Va, peraltro, tenuto presente che nella normativa il riferimento alla forma *plain vanilla* non è assistito da garanzie collaterali, sicché gli accordi privati che danno contenuto a fattispecie del genere di quella in osservazione - nel far riferimento a contratti *forward* e, più in generale, ad *OtC derivatives* - risultano esposti al rischio di credito, stante la possibilità che la controparte abilitata risulti insolvente.²²

Con particolare riferimento alla possibilità di procedere ad “altre operazioni derivate” (previste alle lettere *e*) e *f*) dell'art. 3, d.m. 389 del 2003), l'obbligo di forma testé menzionato si completa con la loro doverosa *ricongiungibilità* a combinazioni degli strumenti indicati alle lettere da *a*) a *d*) del citato decreto ministeriale. A fondamento di tale delimitazione v'è il convincimento secondo cui «queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento». E, nella sentenza in commento, il riferimento alla forma *plain vanilla* consente di cogliere gli aspetti applicativi di un'impostazione siffatta, stante la considerazione secondo cui «the MEF found, and the Court of Auditors' Decision upheld, that both the 2005 and 2006 Swaps were, unlike the 2007 Swap, transactions which belonged to the “*plain vanilla type*”, namely that they did not fall outside the format permitted by Article 3». Ciò, in linea sia con la valenza del nesso di riconducibilità (*traceability* nel testo della sentenza) previsto dalla circolare, sia con l'ampiezza dell'insieme di operazioni risultanti dalla combinazione degli strumenti ammessi dalla normativa.

²² Da qui lo specifico interesse per i contenuti del Regolamento (UE) n. 648 del 2012, cd. EMIR, oggetto di specifica attenzione nel successivo paragrafo.

È, dunque, la forma in cui ha trovato realizzazione il *nostro* derivato che ha agevolato la cognizione degli assetti economici dell'operazione: dall'esclusione di un «embedded upfront», di un «increasing profile», di un «loan element» alla configurabilità dell'intento di limitare i rischi ed i costi della passività preesistente (contratta dal Comune di Benevento con Cassa Depositi e Prestiti).²³ Ed è in tale utilità che si individua la *ragion d'essere* di un siffatto formalismo, qualificando il modo in cui l'operazione finanziaria si esteriorizza, si rende conoscibile agli altri soggetti.²⁴

Volendo trarre una prima conclusione, può dirsi che l'analisi del giudice inglese consente di cogliere i limiti di un ordinamento sezionale - quello della finanza locale - che ancora non riesce a conformarsi ai canoni comportamentali imposti dalle logiche sottese ai moderni modelli di mercato.

4. La vicenda in esame consente di cogliere gli aspetti positivi rivenienti dalla contrattualizzazione dei derivati entro determinati vincoli di forma, evitando che l'originario intento delle parti si risolva in un coacervo di opzioni non in

²³ Si precisa, inoltre, che lo swap in esame non conteneva un *upfront*, neanche implicito. Pertanto il giudice inglese non si sofferma sulla questione da taluni sollevata in ordine all'asserita - e poco convincente - riconducibilità di tale elemento all'istituto della concessione di finanziamento; cfr., sul punto, Trib. Bologna 14 dicembre 2009, in *La Responsabilità Civile*, 2010, pp. 825 ss., con nota di VESENTINI, *Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l'up front nei contratti di interest rate swap*, ove il giudice stabilisce che un contratto di *Interest Rate Swap non par*, ove sia presente un *upfront*, resta funzionalmente caratterizzato dallo scambio, a scadenze prestabilite, di somme di denaro calcolate avendo riguardo ad un valore nozionale e due diversi tassi di interesse presi come parametri di riferimento; sicché l'*upfront* costituisce solo un pagamento anticipato che sconta l'attualizzazione dei tassi di interesse su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene tale corrisponsione.

²⁴ Cfr. CASU, *L'atto notarile tra forma e sostanza*, Roma, 1996, p. 3 ove si ripropone la classica impostazione di BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato Vassalli*, 1960, pp. 125 ss.; LISERRE, *Forma degli atti (dir. civ.)*, voce in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1989, pp. 1 ss.; GIORGIANNI, *Forma degli atti (dir. priv.)*, voce in *Enc. Diritto*, Milano, 1968, vol. XVII, pp. 989 ss.; IRTI, *Idola libertatis. Tre esercizi sul formalismo giuridico*, Milano, 1985, pp. 7 ss.

linea con l'obiettivo di ridurre gli oneri della passività sottostante.²⁵ Da qui, la configurabilità della forma quale strumento di *libera espressione* delle parti nello sviluppo delle operazioni finanziarie.²⁶ Ciò, in un quadro normativo che - come si è visto - consente di applicare le specifiche tecniche di composizione sintetica in grado di garantire un'efficiente gestione del tasso d'interesse (e, dunque, di minimizzare il rischio connesso alle incertezze derivanti dall'instabilità degli usuali riferimenti economico/finanziari).²⁷

Va da sé che l'obbligo della forma *plain vanilla* si risolve, in prima istanza, in un presidio volto a contenere i possibili effetti negativi rivenienti dall'elevato grado di complessità tecnica della materia;²⁸ rileva in proposito la circostanza - riscontrabile nella giurisprudenza di merito - che gli intermediari talora sbilanciano gli equilibri contrattuali avvalendosi della loro posizione di «contraente forte» rispetto alle controparti negoziali (spesso non in grado di comprendere il

²⁵ Ciò che si vuole evitare è, dunque, l'incertezza derivante dalla variazione del livello (*rectius*: della conformazione della curva) dei tassi d'interesse con particolare riferimento all'impatto di tali mutamenti sui flussi di cassa futuri e sui valori di mercato delle attività/passività di bilancio; cfr. SMITHSON, *Managing Financial Risk*, New York, 1998 ove si forniscono chiarimenti in merito alle nozioni di *forwards*, *futures*, *swaps*, opzioni e derivati esotici.

²⁶ Si vedano, ai fini del corretto inquadramento del problema delle prescrizioni formali in una logica di mercato, le valutazioni di CANDIAN, *Documentazione e documento (t. gen.)*, voce in *Enc. Diritto*, Milano, 1964, vol. XIII, p. 579 ss.; FERRI, *Forma e autonomia negoziale*, in *Quadrimestre*, 1987, p. 313; PERLINGERI, *Forme dei negozi e formalismo degli interpreti*, Napoli, 1987, p. 322; IRTI, *Del falso principio delle libertà di forme*, in AA.VV., *Studi in onore di Michele Giorgianni*, Napoli, 1988, pp. 449 ss.; ANGELICI, *Documentazione e documento (dir. civ.)*, voce in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1989, pp. 1 ss.; ANDRINI, *Forma contrattuale, formalismo negoziale e documentazione informatica*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 134 ss.; BARCELLONA, *Il nichilismo giuridico, la forma del diritto moderno e il nuovo sovrano*, in *Rivista di diritto civile*, 2007, I, p. 769 ss.; SCALISI, *Forma solenne e regolamento conformato: un ossimoro del nuovo diritto dei contratti?*, in *Rivista di diritto civile*, 2011, I, pp. 415 ss.

²⁷ Deve, peraltro, segnalarsi come la dottrina economica ritenga che il rischio finanziario debba essere considerato come un rischio *atipico* rispetto all'operatività caratteristica delle imprese industriali. Ciò nell'ovvio presupposto che non vi siano soggetti esperti incaricati di una specifica funzione aziendale (*finance and accounting department*, nel linguaggio anglosassone, diretta dal *Chief Financial Officer*) cui è demandata la gestione della struttura finanziaria in via professionale e continuativa.

²⁸ Cfr., più in generale, OLDANI, *L'attività della P.A. in derivati: un progetto per la trasparenza contabile*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, 2008, pt. 1, pp. 510 ss.

senso economico dell'operazione finanziaria).²⁹

È, altresì, palese l'intento del regolatore di verificare la rispondenza dell'assetto contrattuale ai criteri ordinatori del mercato, come giustamente viene sottolineato dalla sentenza in commento. Ed invero, nel ricondurre il contratto oggetto della controversia alla macrocategoria degli *swaps*, il giudice inglese attesta la regolarità delle modalità in cui le parti si sono accordate per costituire un rapporto giuridico (che, in definitiva, si sostanzia nell'obbligazione reciproca di scambiarsi dei flussi di pagamento a scadenze predeterminate).³⁰ Analogamente è a dirsi per le opzioni incorporate nel contratto, le quali - come si è visto - hanno ridotto le asincronie che caratterizzano le dinamiche dei *cash flow* della passività sottostante e, quindi, il piano di ammortamento di quest'ultima.³¹

In tale contesto, la trasparenza della forma *plain vanilla* - oltre a facilitare la comprensione della vicenda negoziale - agevola la standardizzazione dei contratti in parola e, per tal via, l'omologazione delle prassi di mercato. Non v'è dubbio, infatti, che la preferenza accordata dalla regolazione italiana alla elementarità delle operazioni ha influito positivamente sulla regolarità del trasferimento dello *swap* del 2006 (dalla banca italiana a quella tedesca), visto che si versa in presenza di un 'derivato semplificato' nel quale la sostituzione di un in-

²⁹ Nel delineato contesto assume peculiare rilievo la pressione concorrenziale; quest'ultima, infatti, stimola i desideri di profitto delle banche che, a tal fine, sono indotte a proporre anche agli enti gestori della finanza pubblica operazioni in derivati, eludendo i paradigmi comportamentali imposti dalla normativa per la tutela dell'interesse degli investitori non professionali e, più in generale, dell'integrità del mercato mobiliare; cfr. LEMMA, *The derivatives of Italy*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 480 ss.

³⁰ Per un inquadramento sistematico della nozione di *swap* cfr. SATYAJIT, *Swaps/Financial Derivatives*, Hoboken (N.J.), 2004 ove l'A. affronta in maniera congiunta i vari aspetti degli strumenti finanziari derivati, ivi inclusi il *design* e la progettazione, il calcolo del prezzo, le modalità di valutazione, le tecniche di *trading* e la gestione operativa; il tutto sottolineando che l'analisi di tali prodotti non può prescindere da un riferimento dalle evidenze empiriche che caratterizzano ogni singolo contratto del genere in parola.

³¹ Ciò, in linea con la classica impostazione di FLAVELL, *Swaps and Other Derivatives*, Hoboken (N.J.), 2002.

termediario ad un altro non esplica effetti nei rapporti col Comune di Benevento (salva l'ovvia, diversa riferibilità del rischio di controparte).

In definitiva, il ragionamento del Giudice inglese appare in linea con i recenti orientamenti regolamentari della SEC in materia, i quali ritengono necessaria una delimitazione delle operazioni complesse. In tale contesto, tuttavia, i presidi di vigilanza sui contratti derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati non si risolvono nell'imposizione della forma *plain vanilla* (per i contratti stipulati tra determinati operatori), ma nell'implementazione di un sistema di supervisione sulle *clearing agencies* di rilievo sistemico.³² Trattasi di una proposta che riflette l'organizzazione dei mercati *OtC* statunitensi, nei quali un insieme di controparti centrali accentrano il rischio di credito e di regolamento, donde il rilievo sistemico attribuito loro dal Financial Stability Oversight Council. Del resto, già il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act aveva posto l'esigenza di rinnovare il quadro normativo concernente le predette agenzie, ponendo le basi per l'adozione di nuovi requisiti in materia di *financial risk management, governance e disclosures*.³³

Concludendo sul punto, può dirsi che la proposta della SEC appare in linea con l'orientamento della corte inglese, in quanto non esaurisce la sua valen-

³² Cfr. IST.EIN., *Daily Updates -13 Mar 2014: Bank Capital Requirements, Compensation and Financial Markets*, ove si precisa che «The SEC's proposal would apply to SEC-registered clearing agencies that have been designated as systemically important by the Financial Stability Oversight Council or that take part in more complex transactions, such as clearing security-based swaps».

³³ Cfr., sul punto, ROMANO, *La riforma dei derivati "otc" negli usa: dalle regole di "common law" al "dodd-frank act"*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2013, pp. 137 ss. ove l'inquadramento di talune tipologie di derivati finanziari consente di cogliere le esigenze di profonda riforma del settore sollevate dalla crisi globale, indicando l'obsolescenza economica della disciplina giuridica dei contratti derivati che qualifica l'ordinamento degli Stati Uniti (dalle regole di "common law" al "Commodity Futures Modernization Act", al "Dodd-Frank Act"). Da qui, un'ulteriore spiegazione per le nuove regole dedicate ai derivati OTC: dall'obbligo di stipulare contratti garantiti da una controparte centrale all'obbligo di concentrazione degli scambi nelle "market venues" autorizzate; dalla regolamentazione degli operatori "sistemicamente rilevanti" agli obblighi di "reporting" e gli "swap data repositories".

za nel mero riferimento alla sicurezza dei rapporti bilaterali (tra agenzia ed investitore che chiede il regolamento del derivato), ma si estende sino a condizionare la liquidità e l'affidabilità delle dinamiche multilaterali di mercato (qualora convergano verso una comune *clearing agencies*).

In tale premessa logica, si ravvisa la necessità di estendere l'indagine alle nuove regole di circolazione e regolamento dei derivati al fine di verificare le modalità in cui la forma *plain vanilla* possa agevolare la compensazione delle operazioni presso le controparti centrali; al contempo, tale ambito della ricerca consente anche di accertare il funzionamento di sistemi d'informazione (e, dunque, la formazione di un giusto prezzo del derivato).

5. Viene, da ultimo, in considerazione il fondamento della controversia, che va identificato nelle modifiche recate all'originario rapporto concluso tra la banca convenuta ed il medesimo comune (cd. *Swap 2006*); modifiche recate anche mediante la stipula di un nuovo derivato tra la banca attrice ed il Comune di Benevento (cd. *Swap 2007*).

Complessa è la dinamica a base di tale vicenda che, nell'applicare gli *standards* internazionali all'uopo previsti dall'ISDA, ha dato corso ad una serie di operazioni volte a realizzare la circolazione del derivato da una banca all'altra. Trattasi di una realtà negoziale non in linea con l'impostazione a base della normativa speciale, in quanto invece di dar corso ad un'operazione semplificata, la cessione del derivato si realizza attraverso un *ISDA Novation Agreement* che prevede: (i) la corresponsione di una somma di denaro, dalla banca attrice alla convenuta, (ii) affinché la seconda procedesse alla chiusura anticipata dello *Swap 2006*; (iii) e l'immediata stipula di un nuovo derivato tra la prima ed il menzionato comune.

Tutto ciò nell'*agere* preso in considerazione nella sentenza che si com-

menta.

Al presente, invece, la regolazione comunitaria consente di risolvere fattispecie negoziali del genere sopra esaminato in modalità diverse da quelle ipotizzate dalle parti in causa. In particolare, in base alle innovazioni introdotte Regolamento (UE) n. 648 del 2012, cd. EMIR, il rischio legale connesso alla negoziazione di derivati si riduce grazie all'introduzione di un sistema improntato a specifici obblighi di *clearing, bilateral risk management e reporting*.³⁴

Va da sé che l'introduzione di obblighi siffatti (relativi ad informazioni e pagamenti) rende possibile l'esecuzione di operazioni in derivati sulla base di «*public prices*» e, dunque, in condizioni di efficienza (simili a quelle che si sarebbero realizzate nei mercati regolamentati). A ciò, infatti, corrisponde la diffusione di informazioni adeguate (attraverso i *trade repositories*) con conseguente superamento delle asimmetrie che influenzano sia i valori degli strumenti immessi in circolazione, sia i comportamenti degli amministratori locali.³⁵

Nel delineato quadro normativo, centrale appare la preferenza accordata alla circolazione di derivati *OtC* standardizzati, cui si ricollega la valenza della forma *plain vanilla* dianzi evidenziata. Quest'ultima, infatti, deve esser posta al centro delle verifiche delle autorità di supervisione per supplire alle carenze di un sistema di regole ed evidenze ancora privo degli *inputs* necessari al ripristino

³⁴ Donde il rilievo - ai fini della presente indagine - e sulla base di informazioni accessibili soltanto alle parti contraenti - talune tipologie di strumenti finanziari (e, in particolare, di quelli derivati); cfr. ENGST - TROISI, *ESMA supervision. Specificity of the intervention in the derivatives market*, in *Law and economics yearly review*, 2013, pp. 347 ss. per una prima disamina del Regolamento citato nel testo.

³⁵ Rileva, in proposito, i risultati dell'indagine di FLEMING - JACKSON - LI - SARKAR - ZOBEL, *An Analysis of OTC Interest Rate Derivatives Transactions: Implications for Public Reporting*, in *FRB of New York Staff Report No. 557*, 2012, il quale «examines the over-the-counter (OTC) interest rate derivatives (IRD) market in order to inform the design of post-trade price reporting. Our analysis uses a novel transaction-level data set to examine trading activity, the composition of market participants, levels of product standardization, and market-making behavior».

di sostenibili equilibri di mercato.³⁶

Si delinea, quindi, un contesto operativo che attraverso l'adesione a sistemi di compensazione e garanzia appare in grado di tutelare la posizione dei Comuni, i quali, dopo la l. 147 del 2013, possono solo procedere, entro gli stringenti limiti ivi stabiliti: (i) alla estinzione anticipata, (ii) a novazioni soggettive, (iii) ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante, (iv) al perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di un *cap*. È evidente, dunque, come in sede di ristrutturazione del derivato riviva appieno l'esigenza di utilizzare la forma *plain vanilla*, cui si ricollegano nuovi livelli di sicurezza e standardizzazione (richiesti dalla regolazione europea), sia la maggiore trasparenza delle informazioni (e, quindi, un migliore processo di formazione dei prezzi).³⁷

Resta, di fondo, l'auspicio che la congiunta supervisione delle Autorità di settore (ESMA, Consob, MEF e Corte dei Conti), ciascuna nell'adempimento dei propri compiti, assicuri un approfondito vaglio delle concrete modalità in cui trovano esecuzione le operazioni in derivati, tale cioè da evitare dubbi in ordine alla correttezza degli intermediari, alla presenza di speculazioni su prezzi e su tassi, all'innesco di turbolenze nel comparto e, in definitiva, al danneggiamento delle casse comunali.

Valerio Lemma

*Associato di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma*

³⁶ Cfr. ENGST - TROISI, *ESMA supervision. Specificity of the intervention in the derivatives market*, cit., loc. cit.

³⁷ Cfr. RUGGI - SETTANNI, *Decreto sviluppo e contratti derivati: importanti novità nascoste?*, in *I Contratti*, 2013, p. 76 che - nell'annotare il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 - segnala un impatto delle nuove regole sull'efficacia delle c.d. clausole di "close-out netting".