

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE / GIUGNO

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO DAVOLA, ANGELA
GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA
SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO,
UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA
MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA
PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA
ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIAPPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Orientamenti giurisprudenziali in materia di contratti derivati: un confronto tra l'esperienza italiana e quella inglese

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La sentenza *Cattolica* nella prospettiva della *High Court*: spunti di riflessione ... – 2.1. ... alla luce della decisione della *Court of Appeal*. – 3. Il contratto di *Interest Rate Swap* nell'ordinamento italiano... – 3.1. ... e in quello inglese. – 4. Osservazioni conclusive.

1. Premessa

La presente indagine si propone di approfondire il contratto di *interest rate swap*¹ e gli elementi essenziali che ne definiscono la struttura, alla luce di una recente pronuncia della Corte di Cassazione, che verrà analizzata raffrontandola con alcuni significativi orientamenti, anche recenti², della *High Court of Justice*³ e dalla *Court of Appeal*⁴.

¹ Si veda in materia la ampia letteratura giuridica dedicata ai contratti derivati, E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, II, 62 e F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, II, 23. Ed ancora, i contributi di R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II, 437; G. ALPA, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Econ. dir. terziario*, 1992, 321; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, I, 602; B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Tratt. dir. Galgano, III, Torino, 1995, 2441; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 359; N. SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in *Giur. Comm.*, 1996, II, 85; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezioni di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, II, 82; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 112; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Milano, 1999; M. IRRERA, *Swaps (voce)*, in *Digesto comm.*, XV, Milano, 1998, 314;

² [2025] EWHC 1903 (Comm), 3 luglio 2025.

³ Provvedimento del 12 ottobre 2021 della *Commercial Court (Financial List division)* della *High Court of Justice of England and Wales*.

⁴ [2023] EWCA Civ 1482.

Si tenterà di dimostrare che l'assenza di un quadro normativo armonizzato a livello internazionale in materia, può incidere negativamente sulla certezza del diritto e, di conseguenza, sull'*agere* degli operatori finanziari.

L'analisi terrà conto della tesi della Corte di Cassazione che, con ordinanza n. 417 dell'8 gennaio 2025, è intervenuta ancora una volta in materia di nullità dei contratti derivati⁵ ribadendo che l'assenza, all'interno del contratto, del riferimento al cd. *mark to market*⁶, del criterio di calcolo o degli scenari probabilistici rilevanti comporta l'inammissibilità del ricorso per cassazione volto a sostenere la validità del derivato. L'inammissibilità trova fondamento nell'art. 360-bis, comma 1, c.p.c., in quanto la Corte ha ritenuto ormai consolidato l'orientamento giurisprudenziale che considera tali elementi come essenziali alla luce dei principi di trasparenza e determinabilità dell'oggetto contrattuale, la cui mancanza dà luogo ad una nullità non sanabile.

In verità, tale pronuncia si inserisce in un filone giurisprudenziale ormai stabile, inaugurato dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la nota sentenza *Cattolica* del 2020, la quale ha posto le basi per una rigorosa ricostruzione dei requisiti essenziali dei contratti derivati stipulati dagli enti locali, enfatizzando la necessità di garantire la trasparenza, la simmetria informativa e la piena consapevolezza delle parti in merito ai rischi assunti⁷.

⁵ Secondo la Banca d'Italia (Circolare 29.03.1988 n. 4.), i contratti derivati sono quelli che «insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa». Similmente, anche la dottrina italiana discorre dei derivati come di «contratti il cui valore deriva dal prezzo di una attività finanziaria sottostante, ovvero dal valore di un parametro finanziari di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio)».

⁶ Il c.d. MtM di un contratto derivato non esprime un valore concreto e attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato del contratto in caso di risoluzione anticipata dello stesso, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un vantaggio o un danno per il contraente occorre procedere ad una disamina a posteriori, allorché il contratto abbia raggiunto la sua naturale scadenza.

⁷ Tale pronuncia è già stata oggetto di numerosi commenti e osservazioni. Sia consentito un rinvio, tra gli altri, a: F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità di mercato*, in *dirittobancario.it*, 15 giugno 2020 e R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020,

A conferma della centralità assunta dalla pronuncia *Cattolica* nel sistema italiano, va rilevato come tale orientamento sia stato

n. 8770), in *dirittobancario.it*, 8 giugno 2020, quest'ultimo evidenzia che «Per le sezioni unite, infatti, lo swap è una scommessa finanziaria che, in quanto espressione di una logica probabilistica, merita tutela solo se razionale. La razionalità implica però un accordo sulla misura dell'alea, che dev'essere conoscibile a priori sulla base di criteri oggettivamente verificabili come il *Mark to Market* e gli scenari probabilistici. Se questi criteri mancano, l'alea non è razionale, la scommessa è priva di utilità sociale e quindi immeritevole, il derivato non ha causa in concreto. La declaratoria di nullità è l'inevitabile esito». Si veda, altresì, A. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, in *Il sole 24 ore*, 29 maggio 2020.

Occorre tener presente che la sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite: i) individua gli elementi essenziali dell'*Interest rate swap*, ovvero: la data di stipulazione del contratto (*trade date*); il capitale di riferimento (*notional principal amount*); la data a decorrere dalla quale cominciano a maturare gli interessi (*effective date*); la data di scadenza del contratto (*termination date*); le date di pagamento (*payments dates*); i tassi di interesse (*interest rate*); ii) identifica la causa del contratto di *interest rate swap* nella negoziazione e nella monetizzazione di un rischio finanziario, per tale via smentendo la tesi - pure prospettata - che assimila l'IRS ad una mera scommessa; iii) afferma che, ai fini della validità dell'accordo, debba essere verificato il grado di determinatezza (o di determinabilità) dell'oggetto dei contratti. Sul punto, significativi sono gli orientamenti della costante giurisprudenza di merito e di legittimità italiana, che attribuiscono particolare importanza, tra l'altro, al cd. *Mark to market (MtM)* nell'ambito delle operazioni di cui trattasi. In particolare, i contratti derivati, fin dalla loro stipula, devono contenere una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio per calcolare il *MtM* che degli scenari probabilistici, nonché dei c.d. costi occulti; iv) richiama la disciplina contemplata dalla l. n. 448/2001 in base alla quale le Amministrazioni locali avrebbero potuto investire in strumenti finanziari derivati purché essi fossero riconducibili a quelli cd. di copertura, dovendosi invece escludere la possibilità per gli enti pubblici di sottoscrivere derivati aventi una funzione speculativa ovvero svincolata da uno scopo di protezione da un rischio. Occorre precisare che l'art. 1 co. 572 della l. 147/2013 ha, poi, vietato alle pubbliche amministrazioni di stipulare contratti relativi a strumenti finanziari derivati, fatte salve alcune eccezioni indicate dalla disposizione stessa; v) ribadisce che l'organo competente ad autorizzare la conclusione di un contratto di IRS è, a pena di nullità, il Consiglio Comunale, ai sensi di quanto previsto dall'art. 42 co. 2 lett. i) T.U.E.L. di cui al d.lgs. n. 267/2000.

Dal punto di vista giurisprudenziale, tali principi sono stati ripresi, oltre che dalla sentenza in esame, anche dalla pronuncia della C. Mil. App., 14 dicembre 2022, n. 393. Si vedano altresì Cass., 18 giugno 2018, n. 16049; C. Mil. App., 25 settembre 2018; Trib. Bologna, 3 luglio 2018; Trib. Mil., 7 luglio 2016.

successivamente ripreso anche dalla giurisprudenza inglese⁸, la quale, nel ripercorrere criticamente la decisione delle Sezioni Unite, si è allineata alla prospettiva della dottrina europea in tema di “causa razionale dello *swap*”⁹. In tale contesto, è stato riconosciuto che, nell’ordinamento italiano, l’esigenza di razionalità dello *swap* non costituisce un requisito limitato ai contratti stipulati dagli enti locali¹⁰, bensì si estende a tutti i contratti derivati, in quanto connessa alla causa concreta del negozio e alla funzione economico-individuale che esso intende assolvere.

Sulla tematica oggetto di indagine appare rilevante, altresì, la citata pronuncia resa dalla *Court of Appeal* nel 2023, la quale ha riformato la decisione di primo grado nella controversia tra il Comune di Venezia e gli istituti Banca Intesa e Dexia, avente ad oggetto contratti di derivati finanziari. Come si vedrà più avanti, tale decisione assume rilevanti riflessi anche nell’ambito del diritto italiano, incidendo in particolare sulla qualificazione giuridica degli *interest rate swaps*, con riferimento alla distinzione tra finalità speculativa e funzione di copertura del rischio, ponendo l’accento sull’effettiva causa concreta del contratto e sulle modalità di rappresentazione del rischio alle controparti.

⁸ Cfr. D. ROSSANO, *Gli swap e la gestione della finanza pubblica nella giurisprudenza civilistica e della corte dei conti*, in *Rivista corte dei conti*, 2019, 1-2. Nello specifico, volendo sinteticamente indicare gli elementi della controversia, può dirsi che: il Comune di Busto Arsizio, al fine di tutelare la propria posizione soggettiva, aveva richiamato i principi espressi nella sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione n. 8770/2020. In particolare, l’ente sosteneva la nullità dell’accordo stipulato a causa dell’assenza dei requisiti soggettivi richiesti per la conclusione del contratto di swap. Rilevava, inoltre, l’ulteriore motivo di doglianza nell’evenienza per cui la conclusione dello swap non era stata autorizzata dal Consiglio Comunale (come invece prevede l’art. 42 del T.U.E.L); la *Deutsche Bank* contestava che la pronuncia delle Sezioni Unite «does not offer as much of a legal road block as Busto would argue», ferma restando la mancanza di elementi probatori sufficienti, in grado di confermare l’incapacità a contrarre dell’ente in questione o l’eventuale violazione delle regole procedurali.

⁹ *Ex multis*, si rinvia a: R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite? (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770)*, cit.

¹⁰ A.M. GAROFALO, *Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati?*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 472

2. La sentenza Cattolica nella prospettiva della High Court: spunti di riflessione ...

Il giudice inglese si è pronunciato in relazione ad una controversia concernente la stipulazione di contratti finanziari derivati da parte di un'amministrazione comunale italiana. Nello specifico, la vicenda trae origine da alcuni contratti derivati soggetti alla normativa del Regno Unito conclusi nel 2007 tra il Comune di Busto Arsizio e la *Deutsche Bank*. Più nel dettaglio, si trattava di un contratto di tipo *Mirror Swap*, stipulato con l'intento di neutralizzare gli effetti economici di un precedente derivato concluso con un istituto bancario italiano, e di un *Cash Flow Swap*, finalizzato alla gestione di una parte del debito comunale. Tali strumenti erano stati configurati lasciando presagire possibili vantaggi economici per l'ente locale fino a che, con l'avvento della crisi finanziaria degli anni 2008 e seguenti, le condizioni macroeconomiche mutarono profondamente, rendendo nei fatti svantaggiose per il Comune le operazioni poste in essere.

Sicché, a partire dal 2013, l'ente pubblico cominciò a versare gli importi previsti dal contratto di *Cash Flow Swap*, ma nel 2018 il totale dei versamenti effettuati venne a superare quanto ricevuto dalla banca. Nel dicembre 2020, pertanto, il Comune decise di interrompere i pagamenti sul presupposto dell'invalidità dei contratti stipulati da un soggetto che avrebbe dovuto essere considerato ente pubblico privo della capacità giuridica.

Di avviso contrario era la *Deutsche Bank* che adì la *Commercial Court* chiedendo il riconoscimento della piena validità dell'accordo stipulato dalle parti. Da qui la mossa difensiva adottata dal Comune basata sul fondamento per cui gli enti pubblici non avrebbero potuto, in radice, validamente concludere contratti derivati aventi natura speculativa. A ciò si aggiunse la contestazione in virtù della quale, nel caso di specie, sarebbe comunque mancata l'approvazione da parte del Consiglio Comunale, che avrebbe costituito un elemento imprescindibile per considerare legittima l'operazione.

Le tesi del Comune si basavano sulla circostanza che il caso di specie dovesse essere regolato dal diritto amministrativo italiano, il quale impone limiti all'autonomia contrattuale degli enti locali. Di qui l'orientamento per cui la nullità dei contratti di *interest rate swap*

dovesse essere dichiarata in assenza della capacità giuridica a contrarre di una delle parti negoziali.

È in tale contesto che acquista specifica rilevanza la pronuncia della Corte di Cassazione italiana e in particolare la citata sentenza *Cattolica* che, con fermezza, ha menzionato gli elementi in presenza dei quali il potere contrattuale degli enti locali debba essere limitato. La Suprema Corte ha sottolineato che, in tali circostanze, la stipula di contratti derivati debba reputarsi legittima solo se finalizzata al perseguimento di obiettivi di efficienza economica, donde l'impossibilità per i Comuni di concludere accordi aventi finalità di tipo speculativo in quanto detto scopo va considerato incompatibile con la natura pubblica dell'ente e con i principi di buon andamento dell'azione amministrativa. A supporto di tale orientamento, la Corte richiama precedenti della Corte Costituzionale (sentenza n. 52/2010) secondo cui il divieto di operazioni speculative deve fondarsi sui commi 4 e 6 dell'art. 81 Cost., che richiedono, tra l'altro, il rispetto dell'equilibrio di bilancio.

Prendendo le mosse da tale assunto, la Cassazione ha sottolineato che i contratti derivati, avendo natura aleatoria, risultano incompatibili con le regole della finanza pubblica e introducono elementi di incertezza incompatibili con i principi di bilancio degli enti pubblici.

Proprio per tali ragioni, il legislatore è intervenuto con il decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112 (convertito con modificazioni nella legge 6 agosto 2008, n. 133) introducendo (art. 62) un divieto per i Comuni di stipulare, entro certi limiti, contratti di tipo derivato. In seguito, la legge di stabilità per il 2014 (l. 27 dicembre 2013, n. 147, art. 1, comma 572) ha sancito in via definitiva il divieto per i Comuni di stipulare strumenti derivati, pur lasciando spazio a limitate e circoscritte eccezioni. Infine, la legge di stabilità per il 2015 (l. 23 dicembre 2014, n. 190, art. 1, comma 537) ha previsto che le eventuali operazioni di rinegoziazione di passività già oggetto di rimodulazione non potessero avere una durata superiore a trent'anni dalla data della loro conclusione.

Facendo proprie le tesi ormai consolidate della giurisprudenza italiana, il giudice inglese ha rivalutato la decisione *Cattolica*, condividendo l'impostazione dottrinale che identifica nella "causa

razionale”¹¹ dello *swap* un elemento essenziale nella valutazione della validità dell’accordo stipulato dalle parti¹². Secondo tale visione, la razionalità del contratto non è solo rilevante per gli enti pubblici, ma dovrebbe rappresentare un requisito generale per valutare la validità di qualsiasi contratto derivato sottoposto alla legge italiana.

2.1. ... alla luce della decisione della *Court of Appeal*

Ai fini dell’indagine che ci occupa, occorre fare riferimento alla pronuncia della Corte d’Appello inglese (*Court of Appeal*), che con la decisione [2023] EWCA Civ 1482, è intervenuta in sede di appello sulla controversia tra il Comune di Venezia e gli istituti creditizi, Banca Intesa e Dexia¹³. Il collegio giudicante ha riformato la sentenza di primo grado¹⁴ emessa dalla *High Court of Justice*, con implicazioni che potrebbero potenzialmente produrre un impatto sugli orientamenti ormai consolidati in materia espressi dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana.

La vicenda trae origine dall’emissione, nel 2002, da parte del Comune di Venezia, di obbligazioni denominate *Rialto Bond*, correlate ad un derivato IRS stipulato con *Bear Stearns*. Nel 2007, l’ente ha proceduto alla rinegoziazione dello *swap* mediante la conclusione di due nuovi contratti in base ai quali i due istituti bancari si accollarono il pagamento del *mark-to-market* negativo del contratto preesistente, chiudendolo.

I nuovi contratti prevedevano uno scambio di flussi: le banche riconoscevano al Comune l’EURIBOR maggiorato, mentre l’ente

¹¹ R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770), cit.

¹² A.M. GAROFALO, *Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati?*, cit.

¹³ Per un maggiore approfondimento sul punto, si veda: A. M., GAROFALO, *La pronuncia della Court of Appeal sui derivati del Comune di Venezia*, in *diritto bancario.it*, 19 Gennaio 2024.

¹⁴ Ci si riferisce a: Si tratti di *Banca Intesa San Paolo and Dexia Crediop v Comune di Venezia* [2022] EWHC 2586 (Comm). Tra gli altri, in materia si veda: D. MAFFEIS, *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *giustiziavivile.com*, 21 dicembre 2022.

locale corrispondeva lo stesso indice, soggetto però a limiti minimi e massimi (*floor* e *cap*). Tali strumenti risultavano finanziariamente sbilanciati, comportando un maggiore onere per il Comune, dovuto sia all'inclusione di un margine a favore delle banche sia alla necessità per queste ultime di recuperare l'anticipo versato per l'estinzione del derivato precedente. Come è noto, con il crollo dei tassi d'interesse del 2008, il funzionamento dei *floor* rese i contratti estremamente svantaggiosi per il Comune, che si trovò a dover corrispondere ingenti somme a tasso fisso elevato, dando origine ad un contenzioso. L'ente pubblico contestò la validità degli *swap*, sostenendo la natura speculativa e disequilibrata degli stessi.

La *Court of Appeal* ha accolto i primi due motivi di appello delle banche, ribaltando la sentenza di primo grado e riaffermando l'orientamento antecedente della giurisprudenza inglese, che escludeva la natura speculativa degli *swap* conclusi dal Comune di Venezia. La Corte ha ritenuto che la presenza di un pagamento *upfront* non escluda la finalità di copertura (*hedging*), e che l'incorporazione del *mark to market* negativo derivante dal precedente *swap* non renda speculative le nuove operazioni, essendo tale esposizione già esistente.

Detta conclusione, tuttavia, risulta suscettibile di fondati rilievi critici, poiché in determinati casi concreti la complessità e la specifica struttura degli strumenti derivati in esame possono comprometterne la reale funzione di copertura. In particolare, la presenza di clausole quali *floor* e *cap* particolarmente elevati, unitamente all'incidenza significativa dell'*upfront fee* sul profilo complessivo del rischio, potrebbe alterare il naturale meccanismo di protezione dal rischio di interesse, venendo meno la necessaria correlazione tra l'operazione e la finalità di copertura originariamente perseguita¹⁵. Tale circostanza conduce a configurare, contrariamente a quanto sostenuto dalla *Court of Appeal*, l'*interest rate swap* rinegoziato come uno strumento avente natura essenzialmente speculativa; di qui le rilevanti implicazioni sul piano negoziale atteso che l'IRS inizialmente immaginato per la copertura del rischio assume nel tempo un carattere che lo distanzia nettamente da quello originariamente configurato.

Sul secondo motivo, la Corte ha escluso che i pagamenti effettuati a Bear Stearns potessero configurarsi come un *upfront* formale,

¹⁵ Cfr. Cass., 10 agosto 2022, n. 24654.

riconoscendo altresì la natura di copertura dei nuovi swap e ritenendo che tale operazione non violasse il divieto di indebitamento sancito dall'art. 119 della Costituzione. Anche tale conclusione presenta profili di criticità, poiché gli swap stipulati dal Comune di Venezia non risultavano sufficientemente correlati ai rischi finanziari preesistenti come ad esempio variazioni di tassi di interesse o di cambio effettivamente esposti dall'ente. In particolare, gli *swap* risultavano calibrati su parametri di mercato speculativi o su indici non direttamente connessi con il debito o le passività in essere. Questa mancanza di allineamento, a ben vedere, compromette la funzione di copertura effettiva, trasformando di fatto l'operazione in una nuova esposizione al rischio e, quindi, in un indebitamento sostanziale non giustificato da esigenze di gestione del rischio. Inoltre, l'elemento economico rappresentato dall'*upfront*, sebbene formalmente non qualificato come tale, assumeva di fatto la connotazione di un indebitamento sostanziale, con potenziali ripercussioni sulla legittimità e sulla conformità dell'operazione ai limiti normativi in materia di finanza pubblica.

3. *Il contratto di Interest Rate Swap nell'ordinamento italiano...*

Come è noto, il contratto di *interest rate swap* rientra nella categoria degli “strumenti finanziari derivati”¹⁶, e che, anche se espressamente “nominato dal legislatore”, non possiede una disciplina tipica¹⁷.

La natura *over the counter* (OTC) dell'IRS ne comporta una strutturazione altamente personalizzabile, fondata sull'autonomia privata, il che rende l'operazione priva di un contenuto standardizzato e sottratta a schemi contrattuali predeterminati¹⁸. La configurazione concreta dell'IRS risulta dunque strettamente connessa all'interesse

¹⁶ Ai sensi dell'art. 1, comma 2, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (richiamato espressamente nell'Allegato I, Sez. C).

¹⁷ Si vedano, M. BARCELLONA, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo*, in *Eur. dir. pri.*, 2018, 1097 ss.; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 564 ss.

¹⁸ R. LO CONTE, *La nullità strutturale dei derivati in presenza di costi occulti: tra conferme giurisprudenziali e persistenti dubbi interpretativi, nota a sentenza della Corte di Cassazione del 10 agosto 2022, n. 24654*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023.

economico perseguito dalle parti, tanto che il contratto non può dirsi pienamente autonomo rispetto al rapporto sottostante, dal quale deriva il nozionale, parametro imprescindibile per la determinazione dei flussi finanziari oggetto di scambio¹⁹.

Sotto il profilo pratico, l'IRS si configura come un contratto mediante il quale due controparti si impegnano a scambiarsi, con cadenza prefissata, flussi di interessi calcolati su un capitale di riferimento, sulla base di parametri diversi (solitamente un tasso fisso e un tasso variabile). L'operazione è ascrivibile, in via generale, alla categoria dei contratti di scambio, con natura sinallagmatica e causa commutativa, pur presentando un rilevante profilo aleatorio, determinato dalla variabilità dei tassi e, dunque, dall'incertezza dei risultati economici.

Tuttavia, come è stato chiarito dalla giurisprudenza di legittimità – in particolare dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la sentenza n. 8770/2020 – l'alea che connota il contratto derivato non può essere indefinita né arbitraria. Essa deve essere il risultato di una valutazione *ex ante* razionalmente fondata, secondo parametri oggettivamente riconoscibili e scientificamente validati. In questo senso, si parla di “alea razionale”, quale presupposto di validità causale del contratto. Da ciò discende la necessità che l'IRS contenga, quale elemento strutturale, l'indicazione del *mark-to-market*, degli scenari probabilistici e dei costi impliciti, strumenti attraverso i quali l'investitore può conoscere la consistenza effettiva del rischio trasferito.

L'orientamento giurisprudenziale, oramai consolidato, qualifica il derivato come una scommessa autorizzata dal legislatore, in quanto finalizzata non al mero azzardo, ma alla razionale gestione del rischio finanziario²⁰. In tale prospettiva, si è esclusa l'applicabilità dell'art.

¹⁹ Si vedano M. FRISONE, *Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto*, in *Plus24*, 5 luglio 2014; N. ABRIANI, *Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati?*, in *Riv. dir. impr.*, 2012, 31 ss.

²⁰ Come è noto, all'interno del codice civile vi sono gli artt. 1933, 1934 e 1935 dedicati al gioco e alla scommessa. La riconducibilità dei contratti derivati di crediti nell'ambito della figura del gioco o della scommessa comporterebbe, infatti, l'applicabilità agli stessi dell'eccezione di cui all'art. 1933 cc., ovvero la non azionabilità degli stessi. Il primo comma dell'art. 1933 cc. dispone, infatti, che «non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti». Cfr. Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 131, secondo cui «Il contratto di interest rate swap, se

1933 c.c., in forza dell'art. 23, comma 5, TUF, riconoscendo ai derivati un fondamento causale autonomo e meritevole ex art. 1322, comma 2, c.c. L'IRS, pertanto, trova giustificazione nella negoziazione e monetizzazione del rischio, che si traduce in un trasferimento di alee simmetriche e reciprocamente condivise. Ne consegue che la misura dell'alea deve essere esplicitata nel contratto con sufficiente determinatezza, affinché l'oggetto contrattuale sia conforme ai requisiti dell'art. 1346 c.c.²¹.

In questa cornice si inserisce l'ordinanza della Corte di Cassazione più volte menzionata, che conferma l'indirizzo secondo cui l'assenza, nel contratto di IRS, degli elementi necessari alla determinazione del rischio comporta una nullità ex art. 1418, comma 2, c.c., per

stipulato da un imprenditore per difendersi dal rischio di un eccessivo rialzo dei tassi connesso ad un mutuo a tasso variabile contratto con la banca, 6° contratto tipicamente aleatorio con funzione assicurativa, che impedisce di considerarlo privo di cause, mentre è assimilabile alla scommessa se stipulato con fini meramente speculativi, al di fuori della detta funzione legato imprenditoriale»; Trib. Mil., 26 maggio 1994, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1995, II, 80 e ss., in cui, in relazione ad un *interest rate swap*, si argomenta che tale contratto «stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni del credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c.»; in senso conforme, Trib. Mil., 3 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530. In sintesi, secondo tali pronunce, l'intento speculativo condurrebbe gli swap nell'ambito di applicazione dell'art. 1933 cc.; l'eventuale connessione con rapporti sottostanti, in-vece, risulterebbe idonea a rendere pienamente meritevole di tutela lo swap. In proposito, sembra, però opportuno evidenziare sin da subito che la tesi che riconosce piena meritevolezza di tutela al contratto derivato soltanto nel caso sia collegato a specifici rapporti obbligatori sottostanti — e quindi abbia finalità di copertura — non riconosce che per gli strumenti finanziari derivati a condizione irrinunciabile che le vicende del contratto prescindano completamente dalle condizioni giuridiche dell'*underlying instrument*. Pertanto, anche se, in ipotesi, il parametro di riferimento del contratto fosse dato da un titolo, a sua volta contrattuale, affetto da un vizio invalidante, tale circostanza non produrrebbe effetto alcuno sul derivato. In senso contrario, sembrerebbe invece esprimersi App. Mil., 16 aprile 2005, in *Resp. civ. prev.*, 2006, 139, secondo cui invece l'esistenza di un collegamento funzionale tra i due contratti renderebbe l'invalidità di quello sottostante in grado di incidere sull'operazione in derivati. Si veda poi sul punto: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it*, 25 giugno 2020.

²¹ M. BARCELLONA, *La Cassazione e i derivati: tra pessime argomentazioni e condivisibili conclusioni*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 451.

indeterminatezza dell'oggetto²². La Corte ha infatti ribadito che elementi quali il *mark-to-market*, gli scenari probabilistici e i costi impliciti non rivestono un ruolo meramente accessorio o informativo, bensì integrano componenti essenziali dell'oggetto del contratto, la cui mancanza ne compromette la validità *ab origine*²³.

Il caso concreto trae origine da un'azione proposta nei confronti di un intermediario finanziario per nullità del contratto di IRS in ragione della violazione degli obblighi informativi. In primo grado, il giudice ha accolto la domanda, dichiarando la risoluzione del contratto; decisione confermata in appello, sebbene con diversa motivazione, fondata sull'assenza nel contratto degli elementi indicati dalla giurisprudenza di legittimità come necessari per la validità. L'intermediario ha proposto ricorso per cassazione, sostenendo che il *mark-to-market* non rappresenterebbe un elemento essenziale del contratto, ma una mera stima teorica del valore del derivato in caso di risoluzione anticipata. Tale tesi è stata rigettata, con richiamo espresso alle Sezioni Unite del 2020, le cui indicazioni non sono limitate ai derivati stipulati da enti pubblici, ma esprimono principi generali di validità dei contratti derivati OTC.

La Corte ha altresì evidenziato che l'intermediario, agendo in proprio e strutturando il prodotto finanziario, si trova in una posizione asimmetrica rispetto al cliente, soprattutto sotto il profilo informativo. Da ciò discende l'obbligo di garantire trasparenza, correttezza e adeguatezza del prodotto rispetto al profilo del cliente, in ossequio ai

²² *Ibidem*.

²³ Occorre poi precisare che, con sentenza del 13 febbraio 2024, il Tribunale di Parma ha dichiarato nulli due contratti derivati IRS per indeterminatezza dell'oggetto e difetto di causa, rilevando l'assenza di elementi essenziali come il *mark to market*, i costi impliciti e gli scenari probabilistici. La Provincia di Parma, parte attrice, aveva lamentato la mancanza di una causa concreta e la violazione degli obblighi informativi previsti dall'art. 23 TUF e dal Regolamento Consob n. 11522/1998. Richiamandosi all'orientamento espresso dalle Sezioni Unite (n. 8770/2020) e successivamente dalla Cassazione civile (n. 21830/2021), il Tribunale ha ribadito che nei contratti derivati OTC la validità dipende dalla struttura economico-funzionale. In quest'ottica, l'assenza di elementi essenziali nei contratti OTC – quali il valore del *mark to market*, l'indicazione dei costi occulti e la rappresentazione di scenari probabilistici – non può essere considerata una semplice carenza informativa, ma costituisce un vizio genetico del contratto, tale da comprometterne la validità sotto i profili della determinatezza dell'oggetto (art. 1346 c.c.) e della causa (art. 1325, n. 2, c.c.).

principi di cui al TUF e alla normativa MiFID. L'occultamento, anche solo potenziale, di elementi quali il valore del derivato o i costi impliciti, è stato dalla giurisprudenza qualificato alternativamente come vizio della causa, indeterminatezza dell'oggetto o violazione degli obblighi informativi, a seconda della prospettiva ricostruttiva adottata.

Alla luce di tale quadro interpretativo, si può concludere che l'unico IRS validamente stipulabile è quello che realizza un equilibrio informativo effettivo tra le parti, in cui il rischio contrattuale sia misurato e condiviso in modo consapevole e trasparente. Il contratto, pertanto, dovrà contenere necessariamente: la data di stipulazione (*trade date*), il capitale nozionale, la data di decorrenza (*effective date*), la data di scadenza (*maturity date*), le date di pagamento degli interessi, i tassi applicabili e, soprattutto, i meccanismi di determinazione del *mark-to-market* e degli scenari probabilistici, insieme alla quantificazione dei costi impliciti. Solo in presenza di tali elementi il contratto può considerarsi giuridicamente valido e conforme ai principi generali in materia di contratti e di intermediazione finanziaria.

3.1. ... e in quello inglese

Nel contesto dell'ordinamento britannico²⁴, occorre preliminarmente richiamare il *Financial Services Act* del 1986 che ha riconosciuto il carattere vincolante dei derivati OTC ancorché aventi natura speculativa. Tale impostazione è stata successivamente condivisa dal *Financial Services and Markets Act* del 2000, che ha altresì introdotto un regime normativo più dettagliato rispetto al passato prevedendo che le operazioni dovessero essere supervisionate dalla *Financial Services Authority*²⁵.

²⁴ E dunque, nell'ambito di una strategia complessiva di deregolamentazione del comparto finanziario, comunemente identificata come Big Bang. Per maggiore approfondimento a riguardo del pacchetto di riforme di *deregulation*, si veda M. CHOUDHRY, *The Repo Handbook*, Oxford, Elsevier Science, 2010, 3.

²⁵ La disciplina del mercato dei derivati OTC è costituito dal *Master Agreement* elaborato dall'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). Il primo modello di tale accordo, denominato ISDA, *Interest Rate and Currency Exchange Agreement*, fu sviluppato nel 1987 ed è stato sottoposto ad un processo di revisione, culminato nella promulgazione del Master Agreement ISDA del 1992, tuttora in uso (sebbene più volte aggiornato). Cfr. D. AWREY, *The FSA, Integrated Regulation and the Curious Case of OTC Derivatives*, University of Pennsylvania Journal of Business

Va osservato, ai fini che ci occupano, che nell'ordinamento inglese la capacità a contrarre assume profili differenti a seconda della qualità soggettiva della parte negoziale ovvero che si sia in presenza di persone fisiche o enti dotati di personalità giuridica. Nel caso delle persone fisiche, la capacità negoziale trova fondamento nel principio generale della libertà contrattuale, sicché ciascun individuo, acquisita la piena capacità di agire, può validamente stipulare contratti. Diversamente, per gli enti l'esercizio della capacità negoziale risulta condizionato al rispetto delle prescrizioni normative che ne delimitano le modalità di azione, in ossequio al principio di legalità che ne conforma l'agire giuridico. È un dato storico quello per cui le autorità locali inglesi, a seguito di un acceso dibattito sull'opportunità di tale prassi²⁶, siano state tra le prime ad utilizzare strumenti derivati per la gestione del rischio finanziario attraverso operazioni consistenti in scambi di tassi di interesse con istituti bancari.

In tale ambito, la pronuncia *Hazell v Hammersmith & Fulham*²⁷ ha rappresentato il primo significativo intervento giurisprudenziale, nel quale è stata messa in discussione la validità di numerosi contratti di swap stipulati dalle autorità locali tra il 1987 e il 1988. Nel medesimo periodo, il *Final Report* del *Legal Risk Review Committee* ha sottolineato l'importanza di un quadro normativo che conferisca stabilità al mercato in considerazione della circostanza che la prosperità del sistema economico britannico dipende anche dalla certezza che le operazioni siano adeguatamente disciplinate dalla legge.

In netto contrasto con tale indirizzo, la decisione della Corte nel caso *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v. Islington London Borough Council*²⁸ ha suscitato forte preoccupazione negli ambienti finanziari, specie tra gli istituti bancari esteri che avevano concluso in buona fede operazioni con le autorità locali. Tuttavia, l'evoluzione della giurisprudenza inglese, sostenuta da critiche accademiche alla dottrina *ultra vires*, ha favorito l'introduzione di riforme legislative

Law, 2010, 1; J.W. MARKHAM, *Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom and Japan*, in *Brooklyn Journal of International Law*, 2003, 319.

²⁶ J. BRAITHWAITE, *Thirty years' law: local authorities, national courts and the global derivatives markets*, in *LSE Research Online*, 2018.

²⁷ Causa [1992] 2 AC 1, 36F/G.

²⁸ Causa [1996] AC 669.

incrementalmente più favorevoli, quali il *Localism Act 2011*, che ha istituito un “potere generale di competenza”²⁹, mutando radicalmente il presupposto tradizionale della capacità degli enti locali. In ambito comparato, questioni analoghe circa la capacità negoziale degli enti locali sono emerse in altre giurisdizioni, come nel caso *Haugesund Kommune v. Depfa ACS Bank*³⁰, nonché in diverse controversie concernenti amministrazioni locali italiane. Al fine di dirimere le complesse questioni interpretative insorte nella giurisprudenza inglese, è stata tentata una distinzione tra operazioni speculative e di copertura, sebbene tale distinzione sia stata ritenuta da più parti non del tutto soddisfacente³¹.

4. Osservazioni conclusive

Alla luce di tutto quanto si è detto, la *High Court of Justice*, con la più volte citata pronuncia, ha affermato che i contratti derivati regolati dalla legge inglese, inclusi quelli stipulati con controparti italiane, non devono osservare i requisiti di validità previsti dalla normativa italiana (in particolare per quanto concerne gli obblighi informativi relativi al *mark-to-market*, agli scenari probabilistici e ai costi impliciti). La Corte ha altresì escluso che debbano trovare applicazione, in specie, i limiti posti dall’ordinamento italiano alla capacità negoziale degli enti locali. Sicché, la verifica della consapevolezza dei rischi inerenti all’operazione posta in essere deve essere effettuata attraverso un approccio basato sul caso per caso.

Ulteriore elemento di indagine concerne la procedura in forza della quale gli organi interni ai soggetti pubblici autorizzano la singola operazione e in particolare la necessità o meno della preventiva

²⁹ Tale potere, diversamente dal precedente potere di “benessere” previsto dal Local Government Act 2000, non richiede l’individuazione di un beneficio specifico per l’esercizio delle funzioni attribuite.

³⁰ Causa [2012] QB 549.

³¹ Questo tema è stato approfondito, tra gli altri, nel caso *Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corporation*, (Causa [2011] EWHC 1785 (Comm)), in cui una società ha stipulato contratti swap al fine di proteggersi da un incremento del prezzo del petrolio, per poi contestarne la validità in seguito al repentino calo dei prezzi. Ulteriori e diversi orientamenti si rinvencono in decisioni più recenti, come nel caso *Banco Santander Totta SA v Companhia de Carris de Ferro de Lisboa SA* ([2016] EWHC 465 (Comm) | [2016] 4 WLR 49 a [222-235].)

approvazione da parte del Consiglio Comunale ai fini della validità delle operazioni di *swap*. La *High Court* ha ritenuto che tale profilo attenga esclusivamente alla ripartizione interna delle competenze tra gli organi dell'ente e non è in grado di incidere sulla capacità negoziale dell'ente stesso. Ne consegue, pertanto, che, secondo il diritto inglese, l'assenza di una delibera consiliare non si riverbera sulla validità dell'atto posto in essere dalla Giunta, il quale potrà altresì essere ratificato in seguito, anche in forma tacita.

In definitiva, l'orientamento della *High Court* si pone in netto contrasto con la posizione consolidata nella giurisprudenza italiana che, come si è avuto modo di evidenziare in precedenza, impone rigorosi limiti agli enti locali nel concludere contratti derivati, soprattutto di natura speculativa. La pronuncia inglese si caratterizza per un approccio flessibile, che privilegia la verifica concreta della sussistenza della volontà dell'ente coinvolto, con ciò tracciando una linea evolutiva significativa nella materia di cui trattasi.

Si osserva dunque una netta contrapposizione tra due orientamenti distinti; si ha riguardo, per un verso, alla tesi sostenuta dalla Corte inglese la quale critica l'eccessivo formalismo di taluna giurisprudenza italiana che appesantisce la *procedura negoziale* senza apportare poi concreti benefici in termini di trasparenza, e per altro verso, all'approccio secondo il quale un'analisi puntuale fondata sulla verifica del "caso per caso" è invece funzionale a salvaguardare gli interessi delle parti contrattuali offrendo loro accesso ad opportunità di mercato che non dovrebbero essere precluse a priori. La Corte inglese suggerisce l'adozione di un metodo flessibile e invita ad evitare automatismi di sorta. La pronuncia della *Commercial Court* chiarisce pertanto che i contratti derivati regolati dalla legge inglese — seppur stipulati con controparti italiane — non sono soggetti ai requisiti di validità tipici dell'ordinamento italiano. Quest'ultimo, infatti, si distingue per un'impostazione rigorosa, in particolare riguardo agli enti pubblici e agli strumenti finanziari con caratteristiche speculative, un approccio che tuttavia risulta spesso poco conciliabile con le dinamiche di un mercato rapido.

A tale considerazione critica se ne aggiunge un'altra di natura economica secondo cui la dichiarazione di nullità di un contratto derivato comporta effetti significativi per le banche perché determina l'obbligo per queste ultime di procedere ad accantonamenti a copertura

dell'esposizione. Tale onere patrimoniale potrebbe incidere in maniera rilevante sulla solidità finanziaria degli istituti creditizi, a dire il vero già messe a dura prova dalle conseguenze della crisi pandemica e dal perdurare delle tensioni geopolitiche.

A ben considerare, il quadro sin qui delineato mette in luce alcune criticità che la dottrina ha qualificato, non senza enfasi, come potenzialmente “catastrofiche”³², donde l'urgenza di individuare un punto di equilibrio tra interessi all'apparenza inconciliabili. Ci si riferisce all'esigenza di conciliare il rigore volto a garantire un'adequata tutela del contraente strutturalmente debole — quale, in molti casi, può essere l'ente pubblico locale — con la flessibilità giuridica che contraddistingue la prassi anglosassone, orientata a privilegiare l'autonomia negoziale e, più in generale, la funzionalità dei mercati. Una sintesi equilibrata tra queste istanze appare necessaria per evitare derive disfunzionali, capaci di compromettere tanto la certezza del diritto quanto l'efficienza del sistema finanziario.

Le tesi sviluppate dalla giurisprudenza inglese potrebbero essere considerate come un monito ad adottare un atteggiamento meno formalistico e più orientato alla promozione della libera prestazione di servizi finanziari nell'ambito del mercato europeo. Tuttavia, appare con altrettanta evidenza come il contenzioso tuttora in atto e le risposte fornite dalla giurisprudenza italiana dimostrino una scarsa considerazione rispetto agli approdi interpretativi cui è giunta la *High Court of Justice*. Tale distanza riflette non solo le differenze tra i due ordinamenti, ma anche un diverso bilanciamento tra esigenze di tutela e principi di efficienza, con un persistente attrito tra approccio continentale e modello anglosassone.

Occorre sottolineare che le posizioni espresse dai giudici d'oltremania hanno trovato ulteriore conferma nella pronuncia della Corte di Appello inglese, la quale ha contribuito ad accentuare la divaricazione già evidente tra la sensibilità giuridica britannica, improntata a criteri di maggiore flessibilità, e quella italiana, caratterizzata da un approccio formale e garantista. In effetti, la *Court of Appeal* ha inteso porre fine ad ogni possibile disputa interpretativa, anche al prezzo di una certa rigidità argomentativa, fondando la propria

³² A. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, cit.

decisione su un principio di inviolabilità del contratto (*sanctity of contract*).

Le pronunce dei giudici inglesi continuano pertanto a risultare favorevoli agli istituti bancari, ma meno tutelanti per gli enti locali, i quali continuano a sopportare – e a far gravare sui contribuenti – le conseguenze dell’*inesperienza*³³ di coloro che optarono per la stipula di *interest rate swap* e altri strumenti derivati.

In conclusione, può dirsi che alla luce di quanto fin qui osservato appare necessario evitare disallineamenti di orientamenti giurisprudenziali, tanto a livello nazionale quanto sovranazionale, che rischiano di ostacolare il pieno sviluppo del mercato di riferimento³⁴. Appare condivisibile ritenere che la ricerca di un punto di equilibrio tra interessi contrapposti costituisca, dunque, un approdo coerente con le moderne istanze del mercato³⁵; un approccio che tenga insieme, dunque, l’esigenza di stabilità del sistema con le tutele delle parti negoziali coinvolte.

Ad acuire il quadro critico sin qui delineato contribuisce, a nostro avviso, la recente pronuncia resa nel caso *Dexia* contro il Comune di Torino richiamata in precedenza. Con la sentenza in parola, il giudice inglese fornisce indicazioni sull’interpretazione corretta della clausola di giurisdizione ai sensi della Sezione 13(b) del *Master Agreement* 1992 nell’ipotesi in cui le parti abbiano scelto il diritto inglese.

In estrema sintesi, il tribunale conferma che, anche a seguito della Brexit, la giurisdizione esclusiva per la risoluzione delle controversie relative ai contratti ISDA resta attribuita ai tribunali inglesi, così aderendo alla tesi di parte che aveva prontamente attivato il giudizio dinanzi alle corti inglesi, presentando istanza di decisione sommaria a sostegno della competenza esclusiva del foro britannico. Sul punto, occorre precisare che, prima dell’uscita del Regno Unito dall’UE, trovava applicazione il Regolamento Bruxelles II bis, che assicurava un quadro armonizzato e reciproco in materia di determinazione della

³³ A.M. GAROFALO, *La High Court e i derivati del Comune di Venezia (ovvero: il problema degli swap degli enti locali e la mentalità del giurista di common law)*, in questa *Rivista*, 2023, II, 323.

³⁴ Sul punto si rinvia all’articolo sul Sole24Ore il 19 gennaio 2022 dal titolo *Giurisprudenza italiana divisa sulla validità dei derivati Irs*.

³⁵ F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell’efficienza e dell’integrità del mercato*, cit.

giurisdizione e riconoscimento delle decisioni giudiziarie all'interno dello spazio giudiziario europeo. La Brexit ha però determinato una cesura rispetto a tale sistema, rendendo il citato Regolamento inapplicabile al Regno Unito.

In tale nuovo contesto normativo, sul presupposto che l'efficacia delle clausole di proroga di giurisdizione, quali quelle contenute nella Sezione 13(b) dello standard ISDA, deve essere valutata alla luce della volontà negoziale e della normativa britannica (la quale recepisce talune convenzioni internazionali in materia), il giudice, investito della questione, ha ritenuto che l'interpretazione della clausola di proroga dovesse avvenire secondo la legge regolatrice del contratto (nel caso di specie, il diritto inglese).

Sotto questo profilo, sebbene la sentenza Dexia miri a rafforzare la certezza giuridica circa l'efficacia della clausola di giurisdizione esclusiva a favore dei tribunali inglesi anche nel contesto post-Brexit, essa non è risolutiva rispetto ai dubbi interpretativi tuttora esistenti. Rimangono, infatti, sia le possibili divergenze applicative da parte delle corti degli Stati membri, sia – più in generale – le difformità interpretative già evidenziate in precedenza in tema di contratti derivati, che potrebbero alimentare fenomeni di *forum shopping*.

Va da sé che un simile scenario conduce ad una possibile frammentazione interpretativa, che rischia di compromettere l'effettività delle clausole contenute nei contratti con parti che appartengano ad ordinamenti giuridici differenti. In tale prospettiva, emerge l'urgenza di interrogarsi non solo sul ruolo che la giurisprudenza nazionale è chiamata a svolgere nel definire i confini dell'autonomia privata in materia di scelta del foro, ma anche sulla tenuta complessiva del sistema multilivello di regole. Ne deriva, dunque, l'esigenza di sviluppare meccanismi di coordinamento che siano in grado di garantire prevedibilità e, di conseguenza, stabilità nei rapporti giuridici internazionali.