

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2023

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

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE),
PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA,
ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO,
FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI,
FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

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 ABBA APPORTATO 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.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

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*)

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. I fatti. – 3. La legge applicabile. – 4. L’incapacità degli enti locali di perfezionare *swap*. – 4.1. a) lo “*Speculation Argument*”. – 4.2. b) l’“*Indebtedness Argument*”. – 5. La competenza del Consiglio comunale e l’art. 42 t.u.e.l. – 6. Le altre domande ed eccezioni e, in particolare, le conseguenze in punto di restituzione della *voidness* degli *swap* del Comune di Venezia. – 7. Un commento finale.

1. *Introduzione*

Il contratto di *swap* – e, in particolare, di *interest rate swap* – domina ormai da diversi anni la cronaca giudiziaria. Il contenzioso è assai vasto, sia come mole di cause, sia come valore delle stesse; esso riflette, nell’attuale stagione, per lo più l’ampia diffusione di *interest rate swap* nei primi anni dopo il Duemila, allorché molti soggetti, a fronte della conclusione di finanziamenti a interesse variabile, si sono accordati con intermediari finanziari (di regola banche) per perfezionare uno o più *swap* che, sostanzialmente, tramutassero il tasso in fisso. Come ben noto, i tassi di interesse dopo la crisi del 2008 sono crollati, sicché tutti questi *swap* hanno prodotto perdite notevoli a carico dei soggetti che li avevano conclusi; e, a loro volta, tali perdite hanno convinto i soggetti finanziati ad agire contro tali contratti, facendo valere una serie cospicua ed eterogenea di vizi (e di patologie inerenti anche ai relativi procedimenti precontrattuali).

Discorso a parte meritano, poi, gli *swap* conclusi dagli enti locali¹: i quali, soggetti a una disciplina speciale, sono fioriti all’inizio degli anni

¹ Da tenere distinti dai derivati dello Stato, su cui v., di recente, B. MARCHETTI, *La giurisdizione della Corte dei Conti in materia di responsabilità amministrativa: il caso dei contratti derivati del MEF*, in *Giornale dir. amm.*, 2018, 776 ss., e V. BONTEMPI, *Il caso dei contratti derivati del MEF: come incentivare una “amministrazione difensiva”*, in *Giornale dir. amm.*, 2021, 500 ss.

Duemila², per essere poi via via limitati e poi quasi interamente vietati dalle norme entrate in vigore tra il 2007 e il 2013. Molti di tali contratti, peraltro, sono stati conclusi sulla base di accordi quadro ricalcati sull'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Master Agreement³ e, per tale ragione, prevedono l'applicazione della legge inglese e la giurisdizione del giudice d'Oltremarica⁴. Il che ha condotto diversi enti locali a contestare gli *swap* conclusi con le banche di fronte alla High Court e, conseguentemente, ha dato vita a un discreto numero di precedenti inglesi relativi agli “*swap* italiani”: tutti, nella sostanza, sfavorevoli agli enti locali.

² Nei primissimi anni dopo il Duemila si trattava non solo di ripararsi dal rischio di fluttuazione degli interessi variabili, ma anche di convertire un tasso fisso (collegato a prestiti erogati dalla Cassa Depositi) in un tasso variabile, che si ipotizzava in discesa, prevedendo di regola un *cap* (o un *floor* e un *cap*); non di rado si chiedeva, a fronte della fissazione di uno *spread* elevato o di un *cap* alto, di ottenere una somma a titolo di *upfront*, che avrebbe rappresentato nella sostanza un finanziamento, potenzialmente da non restituire o da restituire solo dopo svariati anni e spesso oscurabile nel bilancio dell'ente giacché formalmente non derivante da un contratto con *causa credendi* (sul punto v. M. TRUDU, *L'ente locale come «operatore qualificato» nei contratti su strumenti finanziari derivati*, in *Azienditalia*, 2007, 1107 ss.). Dopo il 2005, a fronte di un rialzo degli interessi variabili, molti enti locali hanno ristrutturato il loro debito e concluso nuovi *swap* (chiudendo i derivati esistenti, che di regola presentavano un MTM negativo, tramite il versamento di una somma, che non veniva però direttamente pagata, ma semmai compensata con un nuovo importo dovuto sempre a titolo di *upfront*). All'esito, gli enti si sono trovati obbligati a pagare tassi fissi abbastanza alti o, ancora più spesso, tassi variabili con *spread* abbastanza elevati e, soprattutto, con *floor* e *cap* molto alti. Per un'ampia ricognizione del fenomeno, di cui si parlerà più nel dettaglio nel prosieguo del contributo, v. l'audizione, tenutasi nel novembre 2004 presso il Senato, della Corte dei conti, intitolata *Analisi sul fenomeno dell'indebitamento in un campione di enti locali*; e veda pure l'*Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, del maggio 2015, ad opera delle Sezioni riunite in sede di controllo. La stessa sentenza della High Court di cui ampiamente si parlerà nel presente scritto riassume tale scenario ai §§ 149 ss.

³ Su cui v. E. GROSSULE, *Speculatività dei derivati. Considerazioni a partire da High Court of Justice (Comm) del 14 ottobre 2022*, nel presente numero di questa *Rivista*.

⁴ Sui profili di giurisdizione v. di recente, su uno *swap* di un privato concluso sulla base dell'ISDA Master Agreement, Cass., 18 dicembre 2020, n. 29107, in *dejure.it*; in dottrina v. C. CONSOLO e M. STELLA, *L'avventuroso spirito del celebre Morgan non affonda ai Caraibi... è vivo, e imperversa nell'Europa continentale con la vendita dei credit default swap (cds) agli enti pubblici locali*, in *Corr. giur.*, 2011, 1066 ss.

Una recente decisione della High Court of Justice, King's Bench Division, Commercial Court⁵ ha affrontato una volta di più le questioni testé menzionate, fornendo a molte di esse, nell'ambito di una trattazione di notevole profondità e ampiezza, una risposta inaspettatamente⁶ positiva (e favorevole all'ente locale, che tuttavia è poi risultato perdente su un profilo diverso, ma altrettanto rilevante: quello restitutorio). Tale sentenza, che ha visto coinvolti da un lato il Comune di Venezia e dall'altro due importanti istituti di credito, merita un approfondimento, risultando di interesse non solo per chi è dedito allo studio dei derivati, che vi può trovare una rassegna assai completa degli argomenti spesi da enti locali e banche nei contenziosi che hanno dominato la scena negli ultimi anni (unitamente a considerazioni di rara efficacia e puntualità da parte dell'organo giudicante, e cioè il Giudice Foxton), ma anche per lo studioso del diritto europeo e comparato, che vi può rinvenire un caso esemplare di dialogo tra le Corti e, soprattutto, tra giuristi di tradizioni (e mentalità) assai diverse.

⁵ Si tratta di *Banca Intesa San Paolo and Dexia Crediop v Comune di Venezia* [2022] EWHC 2586 (Comm). La si può leggere agli url www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2022/2586.html e blog.ilcaso.it/libreriaFile/7105d-divincenzo-05-11-2022.pdf.

⁶ Anche perché di segno contrario agli enti locali sono state le altre due decisioni emesse dalla High Court in tempo successivo alla nota sentenza Cattolica delle Sezioni Unite (Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, d'ora innanzi anche solo "Cattolica"), ossia *Deutsche Bank v Busto di Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm) e *Dexia Crediop SpA v Provincia di Pesaro e Urbino* [2022] EWHC 2410 (Comm). Rispetto alla prima decisione, tuttavia, quella sui derivati veneziani non manifesta alcun contrasto frontale: l'esito diverso viene fatto derivare dalle differenti peculiarità degli *swap* oggetto di giudizio (anche se, a ben vedere, l'applicazione corretta e piena dei principi da ultimo enunciati nella sentenza sugli *swap* del Comune di Venezia avrebbe dovuto condurre a esiti opposti anche nel caso di Busto Arsizio: v. le nt. 61 e 68; in senso critico rispetto alla pronuncia in parola v. R. RUOPPO, *Local authorities' capacity to sign derivative contracts: the (mis)application of Italian law by England and Wales High Court*, in *Dir. comm. int.*, 818 ss.). Quanto alla seconda sentenza, essa è di minore interesse (e non verrà considerata nel prosieguo), perché resa a valle di un procedimento semplificato cui non ha partecipato l'ente locale; anch'essa, comunque, esclude una violazione in concreto degli artt. 41, l. n. 448/2001, 119, comma 7 (già 6) Cost. e 42 t.u.e.l., sottolineandosi a tal riguardo soprattutto l'assenza, nello *swap*, di ogni *upfront*.

2. I fatti

Anzitutto, i fatti, per come ricostruiti dal Giudice Foxton⁷.

Il Comune di Venezia nel 2002 emetteva alcuni titoli obbligazionari (“Rialto”) e, quasi contestualmente, perfezionava con la banca Bear Stearns un contratto di *interest rate swap*, connotato da un nozionale pari all’ammontare del finanziamento (e via via ridotto, in misura corrispondente al suo piano di ammortamento). Il Comune si obbligava a pagare a Bear Stearns somme calcolate applicando al nozionale il tasso di interesse variabile USD-LIBOR-BBA, oltre uno *spread* di 95 punti base, con un limite massimo (*cap*) fissato al 5,55% e un limite minimo (*floor*) all’1,3%. La banca avrebbe invece pagato somme conteggiate applicando allo stesso nozionale il tasso di interesse variabile EURIBOR a sei mesi, oltre a 17 punti base (corrispondente al tasso di interesse del finanziamento).

Seguivano nei due anni successivi due modifiche, all’esito delle quali lo *swap*, il cui termine finale inizialmente cadeva a fine 2005, veniva esteso sino alla fine del 2022 (alla data di prevista estinzione del finanziamento) e, soprattutto, vedeva mutare i parametri di calcolo dei flussi pecuniari, portati – quanto al Comune di Venezia – per il periodo tra il giugno 2004 e il dicembre 2006 al tasso EURIBOR a sei mesi, meno 5 punti base, con un *cap* al 6% e un *floor* tra il 2,1 e il 2,5% e per il periodo successivo allo stesso tasso EURIBOR a sei mesi, oltre uno *spread* oscillante tra l’1,5% e il -2% circa, con un *cap* al 7% e una *barrier* oscillante tra il 4% e il 5,7% (con la previsione che, se il tasso fosse sceso al di sotto, il Comune avrebbe pagato un interesse pari al 5,45%).

Si trattava, come ben si vede, di uno *swap* caratterizzato da diversi elementi – *cap*, *floor*, *barrier* – che lo complicavano rispetto al modello più semplice (solitamente denominato *plain vanilla*), rendendolo, come si suol dire, *exotic*.

Nell’aprile 2007 il Comune di Venezia indiceva una gara per ristrutturare il “Rialto Bond” e, al contempo, per concludere un derivato da associare al nuovo finanziamento (il quale, negli intendimenti dell’ente, doveva avere durata più estesa – sino al 2037 – e doveva consentire di recuperare risorse per gli anni 2007 e 2008). Inoltre, il

⁷ Ai §§ 17 ss.

contraente selezionato avrebbe potuto instaurare un rapporto di *partnership*, aderendo al “Club degli Amici di Venezia” e garantendosi un ritorno di immagine (per un periodo di almeno tre anni, a fronte di un contributo economico minimo di 900.000 euro).

Ne seguiva un primo contatto con Banca Opi-Banca Intesa infrastrutture e sviluppo e Dexia e, poi, un loro proposta congiunta, con cui le due banche proponevano di prestare assistenza al Comune nella ristrutturazione del debito (anche organizzando una riunione con i titolari del Rialto Bond) e di concludere due nuovi *swap* (in sostituzione di quello precedente). Banca Intesa offriva anche 930.000 euro a fronte del suo ingresso nel Club degli Amici di Venezia.

A maggio il Comune comunicava ai due istituti di averli selezionati e, nel giugno successivo, la Giunta approvava una delibera (n. 345/2007) che attribuiva un mandato congiunto alle banche e che sfociava in un accordo scritto nel luglio seguente.

Nei mesi a seguire le parti, anche tramite i loro legali, approfondivano gli estremi delle operazioni contrattuali, le quali venivano così descritte da Dexia⁸: a) quanto alla ristrutturazione del debito, lo scopo era di estenderne la durata, beneficiare di condizioni di prestito convenienti e liberare risorse sino alla fine del 2008; b) quanto all'*interest rate swap*, la ristrutturazione era resa necessaria dalla legislazione in vigore (art. 3, circolare 27 maggio 2004 del Ministero dell'Economia e delle Finanze; art. 3, lett. f, d.lgs. n. 389/2003), che imponeva un allineamento tra ammontare del debito e nozionale, nonché tra flussi pagati in relazione al debito e flussi ricevuti tramite lo *swap*.

Il 25 settembre 2007 il Consiglio comunale approvava una delibera (la n. 129/2007) volta tra l'altro ad autorizzare il cambiamento delle condizioni del “Rialto Bond”, nonché la modifica dei derivati esistenti a esso connessi, al contempo autorizzando la Direzione “Finanza, bilancio e tributi” a porre in essere tutti gli atti a ciò necessari. Dalle premesse della delibera si evince che il Comune riteneva, stante i livelli del tempo dei tassi di lungo termine, di realizzare dei risparmi di spesa

⁸ Il Comune di Venezia, cui premeva dare una risposta a certi commenti negativi apparsi sulla stampa, aveva chiesto alle due banche un documento che chiarisse gli estremi delle operazioni.

(pari ad alcuni milioni di euro, che si sarebbero riflessi anzitutto nel *budget* per gli anni 2008-2009).

La conclusione dei contratti, assieme agli altri fatti più rilevanti, si situano tutti nel dicembre 2007, allorché, in una manciata di giorni il Direttore della Direzione finanziaria incaricava Brady Italia di approfondire i termini delle operazioni per conto del Comune di Venezia (tra il 13 e il 17 dicembre); le banche prendevano contatto, tramite il Comune, con Bear Stearns per la chiusura dello *swap* in essere (il 17-20 dicembre); sempre le banche comunicavano a Brady Italia le condizioni delle operazioni (il 18 dicembre); il Direttore della Direzione finanziaria completava il questionario di profilazione Mifid (il 18 dicembre)⁹; veniva conclusa la ristrutturazione del “Rialto Bond”, la cui scadenza veniva portata al 2037, con previsione di una cedola da pagare dal dicembre 2007 in poi pari al tasso EURIBOR a sei mesi più 21 punti base¹⁰.

Il 20 dicembre 2007 il Direttore della Direzione finanziaria deliberava di approvare i contratti connessi al nuovo *swap* e ne dava comunicazione al Ministero dell’Economia e delle Finanze, sottolineando il carattere di “copertura” dei due nuovi derivati. Infine, il 21 dicembre, veniva sottoscritto un contratto quadro concluso sulla base di un modello internazionale e steso in inglese (l’ISDA Master Agreement) e una conferma in italiano rivolta a ciascuna banca relativa ai termini dello *swap* (il cui nozionale era suddiviso tra le due banche); contestualmente, poi, veniva firmato l’accordo di “novazione” con Bear Stearns, che in realtà null’altro stabiliva se non il pagamento di una certa somma da parte degli istituti di credito a fronte del trasferimento agli stessi dello *swap* già in essere (che veniva in pari tempo chiuso).

I due nuovi derivati (come detto, sostanzialmente un solo derivato, suddiviso quanto a nozionale tra le due banche) prevedevano: a) una

⁹ Si riportava, tra l’altro, che Venezia aveva familiarità con i derivati *plain vanilla*, che le valutazioni alla base delle scelte finanziarie erano di norma effettuate da una struttura interna, che le operazioni in derivati erano monitorate con il supporto di una struttura esterna, e che gli obiettivi della sua strategia di gestione del debito includevano sia il contenimento del costo del debito all’interno di un intervallo predefinito, sia la riduzione del suo costo anche a fronte della possibilità di un potenziale aumento.

¹⁰ A tal fine Dexia aveva acquistato titoli obbligazionari e partecipato al voto quale nuovo titolare degli stessi, così da assicurare il raggiungimento del *quorum* del 75%.

durata dal 23 giugno 2007 alla fine del 2037 (in coincidenza con l'estinzione del finanziamento); b) il pagamento da parte del Comune, per il tempo tra il 23 giugno e il 23 dicembre 2007, del tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base (pari al tasso del vecchio finanziamento); per il tempo successivo, sino al 23 giugno 2010, un tasso fisso del 4,67% se il tasso EURIBOR a sei mesi fosse sceso sotto il 4,5%, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base se tale tasso fosse stato compreso tra il 4,5% e il 6,5% e un tasso fisso del 6,67% se invece l'EURIBOR a sei mesi avesse ecceduto il 6,5%¹¹; da fine 2010 al 23 dicembre 2037, un tasso fisso del 5,465% se il tasso EURIBOR a sei mesi fosse sceso sotto il 5,255%, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 21 punti base se tale tasso fosse stato compreso tra il 5,255% e il 6,79% e un tasso fisso del 7% se invece l'EURIBOR a sei mesi avesse ecceduto il 6,79%¹²; c) il pagamento da parte della banca di un tasso variabile, pari all'EURIBOR a sei mesi più 17 punti base (sino al 23 dicembre 2007) e più 21 punti base (sino all'estinzione dell'operazione)¹³. Le banche, come praticamente sempre avviene in questi casi, concludevano con altri istituti di credito altri *swap* di copertura (chiamati nella sentenza «back-to-back hedging swaps») relativi ai rischi derivanti dal derivato perfezionato con il Comune di Venezia, così di fatto rendendo “fissa” la loro esposizione e lucrando il (solo) differenziale di valore tra gli *swap* conclusi con il Comune e quelli perfezionati con gli altri istituti.

Le operazioni, come si è visto, erano abbastanza complesse: ma a un osservatore esperto non sarebbe sfuggito che lo *swap* con Bear Stearns

¹¹ Nella sostanza, quindi, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 17 punti base con un *collar* (ossia un *cap* e un *floor*), fissato sul tasso EURIBOR a sei mesi, ma con obbligo di pagamento del tasso EURIBOR a sei mesi stesso con l'aggiunta di 17 punti base.

¹² Anche qui, nella sostanza, il tasso EURIBOR a sei mesi oltre 21 punti base con un *collar* calcolato sul tasso EURIBOR a sei mesi, ma pagato con l'aggiunta dei 21 punti base.

¹³ Salva la differenza di 4 punti base tra il periodo fine 2007-fine 2010 e il periodo fine 2010-fine 2037, il grosso dell'operazione stava nel *cap* e nel *floor*: il secondo proteggeva il Comune di Venezia da rialzi dei tassi oltre il 6,5% o il 6,79% (un rialzo, per vero, molto elevato e poco probabile anche nel 2007, prima delle ripetute crisi finanziarie), a fronte di un *floor* pari al 4,5% e poi al 5,255% (anch'esso abbastanza alto). Si tratta di un'operazione assai diffusa in quegli anni: v. sul punto F. STROCCHIA, *Gestione del debito tramite i derivati*, in *Azienditalia*, 2007, 411 ss.

aveva valore – *mark to market*¹⁴ – negativo (non giustificandosi altrimenti il pagamento alla banca di una somma, peraltro assai elevata – quasi 8 milioni di euro – per ottenerne la chiusura); che Banca Intesa e Dexia sborsavano tale somma e, conseguentemente, dovevano recuperare quest'esposizione economica¹⁵; che quindi, necessariamente, i nuovi *swap* presentavano un *upfront* a favore di Venezia, compensato dalle banche con il debito maturato per aver estinto il derivato con Bear Stearns¹⁶; che quindi, altrettanto necessariamente, gli *swap* oggetto d'indagine erano doppiamente sbilanciati a favore delle banche (sia perché inevitabilmente esso prevedeva un compenso a loro favore, sia perché dovevano consentire loro di recuperare l'*upfront* a favore del Comune di Venezia).

Il Giudice Foxton, non a caso, si è domandato fino a che punto il Comune di Venezia – e in particolare il Direttore della Direzione finanziaria – comprendesse il funzionamento degli *swap* e in particolare di quelli perfezionati a fine 2007. Secondo il Giudice, il Comune aveva sì una qualche conoscenza ed esperienza in tema di *swap*, ma non era certo un “investitore sofisticato”, non essendo in grado di elaborare scenari probabilistici, comprendere il MTM di un *cap* o di un *floor*, ipotizzare le probabilità di un aumento o una discesa dei tassi sotto un

¹⁴ Il *mark to market* è il “valore” di uno *swap* in un certo momento, determinato (in astratto) dalla differenza attualizzata tra i flussi pecuniari a carico dell'una o dell'altra parte (poiché risulterebbe assai difficile compiere queste valutazioni probabilistiche, di regola le banche calcolano il MTM in altro modo, ad esempio verificando la media tra il costo di acquisto e il costo di vendita di un certo *swap* in un dato momento; se poi lo *swap* consta di elementi ulteriori, come *cap* o *floor*, anch'essi vengono prezzati modo analogo). Al tempo della conclusione di uno *swap* il MTM è di regola lievemente sbilanciato a favore dell'istituto di credito; nella vita dello *swap*, però, il MTM inevitabilmente muta e viene di regola a rappresentare il costo di “chiusura” di una certa posizione contrattuale (come avvenuto, nel caso di specie, per la “chiusura” dello *swap* con Bear Stearns).

¹⁵ Avviene, non di rado, che un *interest rate swap* abbia MTM fortemente negativo, a sua volta riequilibrato dal pagamento immediato – a favore della parte sfavorita – di una somma di denaro. Di tutto ciò parleremo meglio oltre.

¹⁶ Si tratta di un *modus operandi* spesso seguito nelle “rinegoziazioni” degli *swap*, tale da occultare al cliente il vero costo della chiusura del vecchio *swap* (tanto che non di rado i clienti supponevano che tale costo fosse pari a zero e, comunque, che il semplice andamento del mercato avrebbe permesso tanto al cliente, quanto alla banca, di trarre vantaggio dall'operazione).

cap o un *floor*, capire l'effetto negativo sui nuovi *swap* dell'avvenuta copertura del MTM negativo del vecchio derivato con Bear Stearns.

È probabile invece, come nota la Corte, che il Comune – e quindi, di nuovo, il Direttore della Direzione finanziaria – si aspettasse che i nuovi *swap* consentissero, in uno, di chiudere “senza spese” lo *swap* già in essere (e quindi “incorporando” gli eventuali costi di tale chiusura) e, al contempo, di proteggere l'ente da un incremento dei tassi di interesse (con riguardo all'operazione di finanziamento oggetto di ristrutturazione). Altrettanto probabile è che il Comune supponesse che tali obiettivi non fossero tra loro incompatibili e che la struttura finanziaria dei nuovi *swap* consentisse di perseguirli, senza che venisse alterato il rischio di mercato del derivato: il che costituiva un profondo fraintendimento, in cui tuttavia non pochi enti pubblici (e non pochi privati) sono caduti in quel torno di anni.

Né, in senso contrario, potrebbe addursi che al Comune di Venezia veniva prestata una consulenza assai qualificata da Brady Italia: quest'ultima, infatti, era intervenuta nelle trattative solo pochi giorni prima del perfezionamento degli *swap* oggetto di contenzioso, limitandosi ad approvare in modo assai generico i termini dell'operazione. Il *report* finale, pur retrodato al 21 dicembre 2007, era stato poi in realtà ultimato a fine febbraio 2008 (e, del resto, la complessità dell'affare non avrebbe consentito tempi più ristretti).

Il resto è storia recente: nel 2018 il Comune di Venezia autorizzava il Sindaco ad agire contro le banche in relazione ai derivati risalenti al 2007; nel 2019 promuoveva un contenzioso in Italia contro le banche sul presupposto della validità e vincolatività dei contratti oggetto di lite; a fine 2020, presumibilmente a seguito dell'importante e assai nota sentenza Cattolica delle Sezioni Unite (resa proprio in un caso di *swap* di un ente locale), il Comune anticipava alle banche che avrebbe continuato a pagare le somme dovute in virtù degli *swap*, ma senza che comportasse acquiescenza o rinuncia alcuna e con ampia riserva di ripetere i pagamenti nel caso fosse stata accertata l'invalidità dei contratti derivati; di qui, le banche esperivano di fronte alla High Court un'azione giurisdizionale, volta ad accertare la validità dei contratti: e in tale sede il Comune chiedeva, tra le altre cose, che fosse dichiarata la nullità degli *swap*, adducendo che l'ente locale non era dotato del potere di concluderli e che essi dovevano comunque dirsi contrari a

norme italiane imperative, e domandava che fosse accertato l'obbligo delle banche di restituire degli importi netti incassati.

3. *La legge applicabile*

Centrali, nella soluzione del caso in esame, sono risultate le questioni di diritto internazionale privato¹⁷.

Tanto l'ISDA Master Agreement (ossia, il contratto quadro), quanto le due conferme (ossia, i due ordini esecutivi), prevedevano l'applicazione della legge inglese. Nondimeno, per il diritto internazionale privato inglese¹⁸, alle questioni di capacità e di rappresentanza degli enti dev'essere applicato il diritto dello Stato in seno al quale tali enti assumono soggettività¹⁹: il che è logico, e riflette un principio assai diffuso in tutti gli ordinamenti, giacché un certo ente non può che avere i poteri (e l'assetto interno) che si vede riconosciuti dal sistema giuridico in seno al quale viene a esistenza.

Il vero problema, nota il Giudice Foxton, è semmai distinguere le questioni di "capacity" o "authority" da quelle che riguardano invece "validity" ed "efficacy" dei contratti (con il linguaggio italiano, parleremmo – con qualche divergenza – di questioni di capacità giuridica e rappresentanza degli enti e di questioni di liceità e non contrarietà a norme imperative). Per il che ci si può riferire a un importante precedente (*Haugesund Kommune v DEPFA ACS Bank* [2010] EWCA Civ 579), secondo il quale – in estrema intesi – ai fini dell'applicazione della regola di diritto internazionale privato inglese è centrale la qualificazione fornita dall'ordinamento interno (inglese), quantunque tale qualificazione, in considerazione dello scopo di politica del diritto della regola stessa, debba essere intesa in modo

¹⁷ V. §§ 107 ss. della sentenza sui derivati del Comune di Venezia. Sul punto v. anche, con riferimento alla sentenza Busto, R. RUOPPO, *op. cit.*, 811 ss.

¹⁸ Sul punto non è applicabile la Convenzione di Roma (e meno che meno, anche *ratione temporis*, il Regolamento Roma I): la quale, all'art. 1, comma 2, lett. e, esclude dal suo perimetro le «questioni inerenti al diritto delle società, associazioni e persone giuridiche, quali la costituzione, la capacità giuridica, l'organizzazione interna e lo scioglimento delle società, associazioni e persone giuridiche, nonché la responsabilità legale personale dei soci e degli organi per le obbligazioni della società, associazione o persona giuridica».

¹⁹ V. *Credit Suisse International v Stichting Vestia Groep* [2014] EWHC 3103 (Comm).

ampio, per così dire internazionalistico, non limitandosi cioè alla più ristretta definizione fornita dal diritto inglese a fini interni²⁰.

Ne consegue dunque che la mancanza di capacità va intesa come assenza «of substantive power to conclude a contract of a particular type, to be judged by reference to any constitutional documents, statutes and rules of the law of the country where the corporation is situated» (dove anche il riferimento al concetto di «constitution» va letto in senso ampio e, quindi, internazionalistico).

E, poiché talune difficoltà rimangono anche applicando il principio individuato da *Haugesund*, il Giudice Foxton ha sentito la necessità di elaborare un *test* di dettaglio, costituito da altrettanti argomenti da valorizzare nell'uno o nell'altro senso (ossia, per comprendere se la disposizione straniera riguarda *capacity* o *validity*). Ad esempio: se la disposizione dell'ordinamento straniero è generale, sembrerà porre un divieto generale; se, al contrario, riguarda specificamente enti di un certo tipo, sembrerà volta a limitarne la capacità. E ancora: se l'attività vietata appare di per sé illecita, la disposizione mirerà evidentemente a precluderla in ragione della sua illiceità; se, invece, essa risulta lecita, anche perché ammessa per altri soggetti, la disposizione sarà volta a stabilire una regola di capacità²¹. In ogni caso, le conseguenze del *lack of capacity* saranno regolate dal diritto inglese (sicché, di norma, la conseguenza sarà la *voidness* del contratto).

Quanto poi alla questione di rappresentanza degli enti²², secondo il Giudice Foxton essa è regolata dalla «law of the place of incorporation», ferma l'esigenza di qualificare anche tale questione

²⁰ L'argomento è ben noto anche alla nostra dottrina internazionalprivatistica, che risolve la questione di qualificazione di norma sulla base della *lex fori* (e non della *lex causae*), pur con taluni temperamenti. Cfr. F. MOSCONI e C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, I, *Parte generale e contratti*¹⁰, UTET, 2022, 253 ss.

²¹ L'esito finale, se non si sbaglia, è quello di rileggere le norme dell'ordinamento «di arrivo» alla luce della qualificazione – ampia e internazionalistica – della questione di *capacity*: con la conseguenza di creare una sorta di «circolo ermeneutico» tra i due ordinamenti coinvolti, diretto a evitare una lettura troppo rigida delle regole dell'uno o dell'altro.

²² Meglio approfondita ai §§ 304 ss., ove vengono esaminati nel dettaglio *Law Debenture Trust Corp v Ukraine* [2017] EWHC 655 (Comm) e le due decisioni *Integral Petroleum SA v SCU-Finanz AG* [2014] EWHC 702 (Comm) e [2015] EWCA Civ 144.

sulla base di un approccio ampio²³. Viceversa, sono regolati dal diritto inglese i temi della rappresentanza apparente, così come quelli della ratifica del contratto, e pure tutti quelli inerenti alla conseguenza della mancanza di rappresentanza (reale o apparente) e all'esistenza di una ratifica.

Fornita una soluzione soddisfacente ai temi di diritto internazionale privato, il Giudice Foxton si è soffermato su due domande (altrettanto interessanti, nonché essenziali nell'economia della sentenza) inerenti al (modo di verificare il) contenuto del diritto italiano da applicare ai rapporti contrattuali oggetto di contenzioso.

Il primo interrogativo, relativo al momento rispetto a cui individuare il contenuto del diritto italiano, appare più semplice da risolvere: il rinvio al diritto italiano deve ritenersi per così dire “mobile”, e non già “fisso”, sicché il diritto in parola è quello che oggi risulta essere vigente (fermo restando il rispetto del principio *tempus regit actum*). In realtà, però, la domanda nasconde un profilo di maggiore complessità: se essa è scontata per quanto attiene alla legislazione, non così è con riferimento alle novità giurisprudenziali. Detto in altri termini: ove, dopo la conclusione di un certo contratto, le Corti compiano un profondo *revirement* nell'interpretazione della legge applicabile, può affermarsi che esse si stiano limitando a “dire” quello che era il diritto già in essere oppure il loro potere creativo arriva al punto da ritenere che esse stiano “cambiando” il diritto in essere? Del resto, per quanto il ruolo delle Corti sia formalmente “dichiarativo”, non v'è dubbio che la giurisprudenza, anche in sistemi di *civil law*, è fonte del diritto; così come non v'è dubbio che in taluni casi i cambiamenti giurisprudenziali ledano profondamente l'affidamento nella certezza del diritto (tanto che gli ordinamenti di *common law*, più pragmatici e più attenti alla *legal certainty*, hanno all'uopo inventato il *prospective overruling*).

Tocchiamo, qui, un profilo che tornerà di rilievo nella decisione: un profilo rispetto a cui il Giudice Foxton, da buon *common lawyer*, appare

²³ Sul punto, come osserva il Giudice Foxton, la Convenzione di Roma – e così pure il successivo Regolamento Roma I – non si applica, in virtù dell'esclusione di cui alla lettera f dell'art. 1, comma 2 (riferita «alla questione di stabilire se l'atto compiuto da un intermediario valga a obbligare di fronte ai terzi la persona per conto della quale egli ha affermato di agire, o se l'atto compiuto da un organo di una società, associazione o persona giuridica valga ad obbligare di fronte ai terzi la società, l'associazione o la persona giuridica»).

assai sensibile e che, anzi, finirà per essere centrale nella soluzione del caso. La giurisprudenza italiana in tema di *swap*, ritiene il Giudice, è cambiata in modo profondo negli ultimi anni e in particolare alla sentenza Cattolica si deve un *revirement* in larga parte inatteso: il che, quantunque non possa impedire di ritenere che il diritto italiano fosse, al tempo della conclusione dei contratti, quello poi “dichiarato” da Cattolica, deve in qualche modo essere considerato nella decisione complessiva.

Il secondo quesito inerente al diritto italiano è, se possibile, ancora più complesso. Si chiede il Giudice Foxton se, nell’applicare il diritto straniero, egli può – e fino a che limite può – ritenere “sbagliato” un certo orientamento giurisdizionale. L’interrogativo, in realtà, fa parte di tutte quelle complesse questioni che emergono allorché – come sempre più spesso avviene negli ordinamenti di *civil law* – la giurisprudenza, stante anche la complessità degli ordinamenti stessi, assume una posizione da protagonista nel sistema delle fonti del diritto. Il diritto interpretato dai giudici, il cosiddetto diritto vivente, riflette il diritto interno di uno Stato anche se è viziato da un errore di comprensione o comunque se l’interpretazione di certe fonti può essere migliorata? E, a monte, è corretto parlare di “errori” e “margini di miglioramento”? E può farlo un giudice “straniero”?

La risposta della Corte nel caso di specie appare ispirata a quello spirito pragmatico che, come si diceva, è tipico dei giudici d’Oltremania. È possibile ipotizzare, afferma il Giudice Foxton, che una certa decisione non rifletta il diritto straniero: non tanto, però, perché essa appare irragionevole nella prospettiva pratica o illogica in chiave teorica, ma piuttosto perché risulta probabile che essa venga sconfessata da nuovi precedenti. Con la conseguenza che, se una decisione è assai antica ed è stata spesso ribadita, sarà assai difficile concludere nel senso che essa non «reflects the law of the relevant jurisdiction».

4. *L’incapacità degli enti locali di perfezionare swap*

Il centro del contenzioso, com’era facile da immaginare, ha riguardato i profili di incapacità degli enti locali di concludere *swap*.

Il tema intercetta un itinerario legislativo molto noto, che conviene qui ripercorrere (sempre adottando la prospettiva del Giudice Foxton²⁴), distinguendo i problemi relativi allo scopo (necessariamente) di copertura dello *swap* e quelli inerenti invece alla finalità di finanziamento²⁵.

Lo scopo di copertura dello *swap* si collega all'ammissione stessa della conclusione di *interest rate swap* da parte degli enti locali: operazioni che sono state dapprima consentite²⁶ dall'art. 41, l. n. 448/2001 (legge finanziaria per il 2002), il quale, al comma 2, prevedeva che «gli enti di cui al comma 1 [tra cui i Comuni] possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito»²⁷.

L'art. 41, comma 1, rinviava poi a un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze tra l'altro per la disciplina dell'«utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti»; conseguentemente, l'art. 3, d.m. n. 389/2003, precisava che erano consentite, purché «in corrispondenza di passività effettivamente dovute», anche altre operazioni su derivati, come l'acquisto di *swap*, di *cap* o di *collar* di tassi di interesse, nonché altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, con scadenza non posteriore a quella

²⁴ V. §§ 129 ss.

²⁵ In dottrina vedilo sintetizzato ad esempio da F. CORTESE, *Derivati e finanza locale: il caso italiano*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, ETS, 2010, 218 ss.

²⁶ Ci si potrebbe chiedere, a dire il vero, se tali norme, nel prevedere certe condizioni per la conclusione di *swap*, abbiano generalmente proibito in tutti gli altri casi la conclusione di contratti derivati o abbiano piuttosto previsto delle limitazioni e dei vincoli in un'area lasciata per il resto all'autonomia contrattuale degli enti. La prima tesi è quella assolutamente dominante (per tutti v. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, in *Azienditalia*, inserto n. 6/2008, IV).

²⁷ Già prima l'art. 2, d.m. n. 420/1996, aveva previsto, con riguardo ai *foreign currency swap*, che «per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di *swap*. L'operazione di *swap* dovrà trasformare, per l'emittente, l'obbligazione in valuta in un'obbligazione in lire, senza introdurre elementi di rischio».

associata alla sottostante passività (a patto che «i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati 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»²⁸). Inoltre, una circolare del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 maggio 2004 aggiungeva che nell'acquisto di un *collar* era implicito l'acquisto di un *cap* e la vendita di un *floor*, quest'ultima consentita solo per finanziaria la protezione contro l'innalzamento dei tassi offerta dallo stesso *cap*.

Alcune modifiche rispetto a questo scenario sono dapprima intervenute con l'art. 1, commi 736-737, l. n. 296/2006 (legge finanziaria per il 2007)²⁹, con l'art. 1, commi 381 ss., l. n. 244/2007 (legge finanziaria per il 2008)³⁰ e poi, soprattutto, con l'art. 62, d.l. n.

²⁸ Non è chiaro se questa previsione riguardasse tutti i derivati o solo le "altre operazioni" menzionate in chiusura dalla previsione normativa. La prima tesi – sostenuta da G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, in *Azienditalia*, inserto n. 5/2008, XI, e almeno all'apparenza da C. Conti, sez. contr. Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596 – appare in realtà contraria al tenore letterale della disposizione; nondimeno, essa può ritenersi persuasiva sulla base di un'interpretazione sistematica e funzionale della stessa. Tuttavia, preme osservare che esso è stato di regola trascurato dalle sentenze pronunciate nei giudizi relativi a *swap* con *upfront* (pure in quelli in cui l'*upfront* era stato compensato con le spese di chiusura di un derivato preesistente). Una tesi ancor più stringente (per cui l'*upfront* doveva ritenersi ammesso, peraltro solo nei limiti dell'1% del nozionale, unicamente in caso di operazione volte alla ristrutturazione del debito) in S. VESENTINI, *Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l'upfront nei contratti di interest rate swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 829. Esclude l'ammissibilità di un *upfront* in caso di operazioni di ristrutturazione di preesistenti derivati M. COGNOLATO, *Componenti derivative e causa di finanziamento*, in *Le operazioni di finanziamento*, diretto da F. Galgano e curato da E. Panzarini, A.A. Dolmetta e S. Patriarca, Bologna, 2016, p. 1712, nt. 39.

²⁹ Secondo cui, tra l'altro, «le operazioni di gestione del debito che utilizzano strumenti derivati, effettuate dalle Regioni e dagli enti di cui al testo unico di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, devono essere finalizzate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi di mercato. Gli enti possono effettuare tali operazioni solo a fronte di corrispondenti passività scadute, tenendo conto della copertura dei rischi di credito assunti».

³⁰ A mente del quale «i contratti di strumenti finanziari anche derivati, sottoscritti da Regioni ed enti locali, sono informati alla massima trasparenza. I contratti di cui al

112/2008, conv. dalla l. n. 133/2008, parzialmente modificato dalla l. n. 203/2008, secondo cui «agli enti di cui al comma 2 [tra cui ancora una volta i Comuni] è fatto divieto di stipulare, fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 3, e comunque per il periodo minimo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati. Resta ferma la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto derivato è riferito, con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura».

La legge di stabilità per il 2014, l. n. 147/2013, con il suo art. 1, comma 572, ha infine chiuso le porte alla conclusione di *interest rate swap* da parte di enti locali, modificando il citato art. 62, d.l. n. 112/2008, e sancendo che, salve alcune eccezioni e a pena di nullità (relativa) del contratto, «agli enti di cui al comma 2 è fatto divieto di: a) stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; b) procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati già in essere alla data di entrata in vigore della presente disposizione; c) stipulare contratti di finanziamento che includono componenti derivate».

Con riguardo al (diverso) tema dell'indebitamento degli enti locali, vale la pena di ricordare anzitutto l'art. 119, comma 7 (al tempo comma 6), Cost., il quale stabilisce in particolare che «i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni ... possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento». Con legge costituzionale n. 1/2012 è stato poi previsto che ciò avvenga «con la

comma 382 devono recare le informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da emanarsi sentite la Consob e la Banca d'Italia. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze verifica la conformità dei contratti al decreto. La Regione o l'ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari di cui al comma 382 deve attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività. Il rispetto di quanto previsto ai commi 383 e 384 è elemento costitutivo dell'efficacia dei contratti. In caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto al comma 383 o al comma 384 del presente articolo viene data comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza».

contestuale definizione dei piani di ammortamento e a condizione che per il complesso degli enti di ciascuna Regione sia rispettato l'equilibrio di bilancio».

L'attuazione dell'art. 119 Cost. è avvenuta, tra l'altro³¹, con l'art. 3, l. n. 350/2003 (legge finanziaria per il 2004), il quale indicava quali operazione dovevano dirsi costituire "indebitamento" e quali "investimento" ai sensi dell'art. 119 Cost., con elenco che – nella versione originale della disposizione e con riferimento all'indebitamento – non comprendeva l'(*upfront* pagato in occasione della conclusione di un) *interest rate swap*, recando solo una sorta di clausola finale di salvaguardia, volta a consentire al Ministero dell'Economia e delle Finanze di allargare, sulla base dei criteri definiti in sede europea, la lista delle "tipologie di indebitamento" (clausola poi giudicata incostituzionale per violazione del principio di legalità sostanziale³²³³).

Solo con il comma 9 dell'art. 62, d.l. n. 112/2008, conv. dalla l. n. 133/2008, come modificato dalla l. n. 203/2008, si è stabilito che «all'articolo 3, comma 17, secondo periodo, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, dopo le parole: «cessioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche» sono aggiunte le seguenti: "nonché, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio [ossia l'*upfront*] incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate"»³⁴.

³¹ Già l'art. 30, comma 15, l. n. 289/2002, comminava la sanzione della nullità agli atti e ai contratti con cui gli enti territoriali fossero ricorsi all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'art. 119 Cost.

³² «In forza del quale l'esercizio di un potere politico-amministrativo incidente sull'autonomia regionale (nonché sull'autonomia locale) può essere ammesso solo sulla base di previsioni legislative che predeterminino in via generale il contenuto delle statuizioni dell'esecutivo, delimitandone la discrezionalità»: così CORTE COST., 16 dicembre 2004, n. 425, in *cortecostituzionale.it*.

³³ Anche secondo una circolare del 22 giugno 2007 del Ministero dell'Economia e delle Finanze «la definizione degli swap come soli strumenti di "gestione" del debito è riconfermata dal fatto che in nessuna delle norme richiamate si fa menzione degli strumenti derivati; pertanto, alla luce di quanto sopra, gli strumenti derivati non sono configurabili come operazioni di indebitamento».

³⁴ Ancor più esplicito lo stesso art. 3, comma 17, per come modificato dal d.lgs. 118/2011, art. 75, comma 1, lett. a), secondo cui integra indebitamento «l'eventuale

Disegnato il quadro delle fonti, il Giudice Foxton è passato a considerare il contenzioso sugli *swap* italiani di fronte alle Corti inglesi (non senza aver ricordato che esso è iniziato subito dopo la crisi del 2008: che, avendo ridotto ai minimi termini e per lungo tempo i tassi di interesse, ha creato danni notevoli agli enti che avevano concluso *swap* nel periodo precedente). Il quadro disegnato non è di certo confortante per gli enti locali italiani, i quali praticamente sempre si sono trovati a soccombere.

Lasciando da parte alcuni iniziali casi, per vari motivi di scarso interesse³⁵, l'attenzione si concentra su un numero, abbastanza nutrito, di decisioni che dall'inizio degli anni Dieci ad oggi hanno negato tutela agli enti locali, sostenendo ad esempio che l'art. 41, l. n. 448/2001, lungi dal limitare la capacità degli enti (estesa anche al perfezionamento di derivati speculativi), nella sua originaria versione regolava semplicemente il ruolo di coordinamento del Ministero; che il d.m. n. 389/2003 non imponeva affatto una parità tra *cap* e *floor*; che l'art. 119 Cost. era norma troppo generica per farne derivare l'invalidità di uno *swap*; che la modifica dell'art. 3, l. n. 350/2003, e cioè l'aggiunta

somma incassata al momento del perfezionamento delle operazioni derivate di *swap* (cosiddetto *upfront*)».

³⁵ Si legge al § 153: «the initial disputes were jurisdictional in nature (*Depfa Bank plc v Provincia di Pisa* [2010] EWHC 1148 (Comm), [2012] EWHC 687 (Comm); *UBS Ltd and Another v Regione Calabria* [2012] EWHC 699 (Comm) and later *Dexia Crediop S.P.A. v Provincia Di Brescia* [2016] EWHC 3261 (Comm) and *Deutsche Bank AG v Comune di Savona* [2017] EWHC 1013 (Comm); [2018] EWCA Civ 1740), or applications by the banks for declarations as to the validity of the swap transaction in response to actual or threatened litigation in Italy (*Merrill Lynch v Comune Di Verona* [2012] EWHC 1407 (Comm), in which the local authority did not appear, and *Dexia Crediop SPA v Provincia Di Crotone* [2013] EWHC 3363 (Comm) in which it did, and summary judgment was refused)». Anche più di recente, si legge al § 163, vi sono stati casi che «have involved jurisdiction challenges (*BNP Paribas SA v Trattamento Rifiuti Metropolitan SPA* [2018] EWHC 1670 (Comm), [2019] EWCA Civ 768), an application for negative declaratory relief by a bank (*BNP Paribas SA v Trattamento Rifiuti Metropolitan SPA* [2020] EWHC 2436 (Comm)) and an application to lift an automatic stay of proceedings commenced by two banks for declaratory relief (*Bank of America Europe DAC v Citta Metropolitana di Milano* [2022] EWHC 1544 (Comm))!».

all’elenco degli *swap* con *upfront*, non era di stampo interpretativo, ma innovativo³⁶.

La sola decisione successiva all’importante pronuncia delle Sezioni Unite n. 8770/2020, in tema di *swap* degli enti locali (sentenza “Cattolica”), che il Giudice Foxton ha potuto prendere in considerazione è stata quella relativa ai derivati del Comune di Busto Arsizio (decisione “Busto”)³⁷: rispetto alla quale l’attenzione del Giudice è stata più che altro volta a individuare i limiti entro cui potersene distaccare (in base al diritto inglese, non si trattava di un *binding precedent*, essendo stato emesso da un organo di pari grado, ma comunque di una decisione precedente da cui non allontanarsi se non in presenza di ragioni di un certo peso³⁸).

Di seguito il Giudice Foxton si è dedicato – in una parte assai ampia della decisione – alla sentenza Cattolica³⁹. Quest’ultima, come ben noto, è tanto rilevante quanto complessa: non solo per i temi che tratta, ma soprattutto perché essa si è riferita a profili assai eterogenei, quali la natura e struttura generale degli *swap*, i requisiti generali degli *swap*, il più specifico argomento degli *swap* degli enti locali.

La tesi del Giudice Foxton è, in breve, che la sentenza abbia disposto l’incapacità degli enti locali di concludere *swap* speculativi e volti surrettiziamente a perseguire una finalità di finanziamento (non diretta a sovvenzionare “spese di investimento”, come prescritto dall’art. 119 Cost.). E, in effetti, l’opinione appare condivisibile: quantunque la sentenza Cattolica non brilli per ordine interno, vi si possono

³⁶ A tal riguardo vengono citate: *HSH Nordbank AG v Intesa Sapaolo SPA* [2014] EWHC 142 (Comm); *Intesa Sanpaolo s.p.a. v Regione Piemonte*; *Dexia Crediop S.p.A. v Regione Piemonte* [2013] EWHC 1994 (Comm); *Regione Piemonte v Dexia Crediop Spa* [2014] EWCA Civ 1298; *Dexia Crediop S.p.A. v Comune di Prato* [2015] EWHC 1746 (Comm); *Dexia Crediop SpA v Comune di Prato* [2017] EWCA Civ 428.

³⁷ È la già citata *Deutsche Bank v Busto di Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm). Quanto a *Dexia Crediop SpA v Provincia di Pesaro e Urbino* [2022] EWHC 2410 (Comm), essa è praticamente coeva alla sentenza sui derivati veneziani e non è stata considerata dal Giudice Foxton.

³⁸ Con riferimento, più specificamente, alla ricognizione del diritto italiano, per ragioni procedurali la sentenza non era dotata di alcuna autorità vincolante.

³⁹ E alle sentenze che avevano chiuso i due gradi di merito (Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, n. 5244, in *ilcaso.it*, e C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, in *ilcaso.it*), oltre che all’ordinanza di rimessione Cass., 10 gennaio 2019, n. 493 (in *Giur. it.*, 2020, 71). V. i §§ 176 ss. della sentenza sui derivati veneziani.

distinguere più nuclei, volti rispettivamente a) a ribadire il divieto, mai derogato, per gli enti locali di concludere *swap* speculativi; b) ad affermare che anche nel periodo precedente al 2008 gli *swap* con *upfront* (anche se compensato con un debito originato dalla complessiva rinegoziazione di precedenti derivati) doveva considerarsi operazione di indebitamento, soggetta ai limiti di cui all'art. 119 Cost.; c) a sancire l'applicazione agli *swap* con *upfront* dell'art. 42 t.u.e.l., secondo cui di regola, e salvo eccezioni, è il Consiglio comunale ad approvare le spese che impegnano i bilanci per gli esercizi successivi; d) a individuare limiti ulteriori, per vero generali, dei contratti di *swap*, i quali sono stati ritenuti nulli per una patologia della loro causa (o comunque del loro oggetto) in caso di mancata indicazione del MTM iniziale, dei costi occulti e degli scenari probabilistici (di evoluzione dei tassi)⁴⁰.

Soffermiamoci allora, separatamente, sulla trattazione dedicata dalla Corte inglese ai profili a) e b).

⁴⁰ In dottrina è controverso se il § 9 della decisione Cattolica, che ha condiviso la tesi per cui gli *swap* sarebbero nulli in caso di mancata indicazione del MTM iniziale, dei costi occulti e degli scenari probabilistici, volesse riferirsi a tutti gli *swap* tra un intermediario e un cliente o solo a quelli tra banche ed enti pubblici. La prima tesi appare tuttavia più condivisibile, poiché, se è vero che le conclusioni del § 9.8 appaiono riferirsi in particolare agli *swap* degli enti pubblici, tutto il ragionamento precedente è condotto su un piano assai più generale: in tal senso v., *ex multis*, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it* (contra, invece, S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in questa *Rivista*, 2020, 136 ss.); peraltro, quest'opinione è anche quella condivisa dalla giurisprudenza maggioritaria (le sentenze successive alla pronuncia Cattolica hanno per lo più ritenuto applicabili i principi di cui al § 9 a *swap* di soggetti privati – si riferiscono infatti a *swap* di privati quasi tutte le sentenze citate nell'ultima parte della successiva nt. 105 –, quantunque talvolta nell'ambito di una motivazione che limitava la portata del precedente Cattolica ai soli *swap* di enti pubblici – cfr. C. App. Roma, 6 dicembre 2022, n. 7900, inedita –; in senso contrario però si vedano la decisione ACF, 16 giugno 2020, n. 2678, sul sito *acf.consob.it*, nonché la recentissima Trib. Milano, 6 marzo 2023, n. 1717, in *dirittobancario.it*). Sul punto si consenta il rinvio ad A.M. GAROFALO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1345 ss., e a ID., *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 ss.; con riguardo alla tesi della causa aleatoria razionale, v. invece oltre, nel § 7.

4.1. a) *lo* “Speculation Argument”

Il Giudice Foxton, quantunque non del tutto convinto dagli argomenti spesi da Cattolica, ritiene che quello che potremmo definire “diritto vivente italiano” implichi di considerare vietata, già nel 2007, la conclusione di derivati speculativi da parte di enti locali⁴¹. Tale conclusione, cui già pervenuta anche la Giudice Cockerill in Busto⁴², discende dalla chiarezza con cui le Sezioni Unite hanno espresso il principio in parola.

Nella prospettiva del giurista italiano, in realtà, i dubbi del Giudice Foxton appaiono forse eccessivi, giacché appare oggi chiaro che nel 2007 gli enti locali non potessero concludere *swap* speculativi: e, ciò, non tanto, o non soltanto, perché l’art. 119 Cost., e il vincolo di finanza da esso derivante⁴³, imponeva la conclusione di derivati “economicamente convenienti” (concetto, quello della “convenienza economica”, difficilmente attribuibile a un derivato, quand’anche di

⁴¹ Cfr. §§ 187 ss.

⁴² Ai §§ 275 ss.

⁴³ In uno con l’art. 41, l. n. 448/2001, che sanciva il potere del Ministero dell’economia e delle finanze coordina l’accesso al mercato dei capitali degli enti locali «al fine di contenere il costo dell’indebitamento». Tale previsione, in quanto volta a regolare il potere di coordinamento del Ministero, non appare molto utile ai nostri fini.

copertura⁴⁴)⁴⁵, ma piuttosto, o soprattutto, perché l'art. 41, l. n. 448/2001, nonché il d.m. n. 389/2003, nel consentire agli enti locali di concludere derivati purché collegati a passività (realmente) esistenti, individuavano delle eccezioni – in quanto tali da interpretare rigorosamente – al generale divieto di perfezionare contratti derivati (divieto che, a sua volta, doveva dirsi discendere sia dal tenore testuale delle disposizioni menzionate, sia dai principi generali in tema di contabilità pubblica)⁴⁶.

⁴⁴ Ogni derivato di per sé rappresenta una spesa e non può essere *par*: è ovvio che gli istituti di credito debbono ricavare un margine di guadagno dall'operazione (tale è stata una difesa classica delle banche nel contenzioso sugli *swap*, ripresa – in modo però non del tutto chiaro – anche dalla sentenza Cattolica, al § 7.1.4; espressamente v. già Trib. Verona, 27 marzo 2012, in *dirittobancario.it*). A ben vedere, ciò impone di rileggere la “convenienza economica” come equilibrio tra rischi e costi dell'operazione (salvo tutto quanto inerente alla necessità che il derivato mantenga il suo scopo di copertura). Parimenti, anche la tesi per cui nei derivati degli enti pubblici *floor* e *cap* dovevano essere pari (tesi non di rado spesa anche di fronte alle Corti inglesi e fatta derivare dal già citato d.m. n. 389/2003, oltre che dalla già menzionata circolare del 2004) non convince, essendo – come rilevato dalle Corti d'Oltremarica – *unworkable* (v. § 158 della decisione relativa ai derivati veneziani). Tutt'al più, come nota il Giudice Foxton (§§ 343 ss.), essa poteva valere nei limiti in cui avesse imposto all'ente pubblico una tendenziale parità tra *floor* e *cap*, con esclusione di una totale discrepanza tra il valore (o il prezzo) dell'uno e quello dell'altro: e in questo senso allora potrebbero rileggersi anche quei precedenti che hanno fatto derivare dal MTM negativo, nei derivati degli enti pubblici, la nullità del contratto (cfr. Trib. Milano, 14 aprile 2011, n. 5118, in *dirittobancario.it*).

⁴⁵ Questo argomento, in realtà, sembra speso tra le righe del § 8.1 della sentenza Cattolica: ma, come detto, non convince molto. Nemmeno il riferimento a CORTE COST., 18 febbraio 2010, n. 52, in *cortecostituzionale.it*, aiuta molta in tal senso, come nota il Giudice Foxton.

⁴⁶ Cfr. la sentenza Cattolica, § 8.2 (ove si traggono proprio dall'art. 119 Cost., oltre che dall'art. 117, comma 3, Cost., «regole relative alla contabilità pubblica» che impongono una «certezza degli impegni di spesa», come tali incompatibili con l'aleatorietà tipica dei derivati: e, verrebbe da aggiungere, soprattutto con i derivati speculativi). È in questo senso – e in modo ben più persuasivo di quanto avveniva nel § 8.1 – che può essere valorizzata CORTE COST., 18 febbraio 2010, n. 52, cit., secondo cui «è innegabile, infatti, che i derivati finanziari scontino un evidente rischio di mercato, non preventivamente calcolabile, ed espongano gli enti pubblici ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione del contratto, utilizzando per l'operazione di investimento un contratto con caratteristiche fortemente aleatorie per le finanze dell'ente».

Ammesso il divieto per gli enti pubblici di concludere derivati speculativi⁴⁷, v'è da domandarsi se tale preclusione riguardi – ai fini delle norme di diritto internazionale privato inglesi – la capacità dell'ente locale: quesito cui il Giudice Foxton dà risposta positiva, facendo uso del *test* che, alcune pagine prima, aveva descritto ed elaborato (e notando, tra le altre cose, che proprio nel § 8.3 di Cattolica si parla di “legittimazione dell'Amministrazione a concludere contratti derivati”, con ciò sottendendo un riferimento alla capacità)⁴⁸.

Ben più complesso, giunti a questo punto, è comprendere se gli *swap* di Venezia oggetto di causa fossero “*speculative*” o “*hedging*” (speculativi o di copertura): e, più in generale, quali siano i criteri per compiere tale distinzione⁴⁹.

⁴⁷ Immanente nella legislazione pubblicistica sembrerebbe anche il principio per cui il derivato, che in sé e per sé è di copertura sia se di fatto sostituisce a un tasso variabile uno fisso, sia nel caso contrario, debba immancabilmente rendere a tasso fisso l'esposizione già a tasso variabile (il che corrisponde a un concetto più ristretto e rigoroso di copertura). In tal senso v. C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42; in senso contrario M. TRUDU, *L'ente locale*, cit., 1107 ss.

⁴⁸ A tal riguardo viene anche osservato che le norme menzionate nei §§ 7 s. di Cattolica facevano riferimento al “potere” di perfezionare certi contratti e che nel § 8 si parlava di “limiti alla capacità”. V. § 197 (e poi anche § 201) della sentenza sui derivati veneziani.

⁴⁹ Su questo profilo, semmai, i dubbi del Giudice Foxton appaiono più condivisibili: fermo restando che, quantunque lo stato della giurisprudenza sia stato, e per certi versi sia ancora, abbastanza confuso nel definire la finalità di copertura e quella speculativa, gli sviluppi che si sono avuti dagli anni Duemila a oggi sembrano davvero essere stati volti alla migliore definizione di principi e regole già immanenti nell'ordinamento, più che al sovvertimento di quelli già in essere (e anche a voler ammettere che vi sia contestualmente stato un lento e impercettibile scivolamento della giurisprudenza verso tesi più sostanzialistiche di quelle generalmente adottate in passato, il fatto stesso che si sia rimasti nell'ambito di quell'area di vaghezza e di quel margine decisorio già sussistenti nel sistema giuridico di vent'anni fa – e per ciò stesso già accettati dai consociati – impedisce di parlarsi di una rivoluzione giurisprudenziale tale da ledere l'affidamento riposto dai consociati stessi nello stato dell'ordinamento: ma sul punto v., con più ampiezza, il § 7 di questo contributo). In linea generale, la questione della speculatività dei derivati del Comune di Venezia è al centro di E. GROSSULE, *Speculatività*, cit. (che già si era interessato dei temi in parola, in una prospettiva più generale, in ID., *Derivati di copertura, valutazione di meritevolezza e regole di condotta. Riflessione a partire da Cass. Civ. n. 18724, 13 luglio 2018*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 365 ss.).

In linea generale, il diritto italiano – come ricordato dal Giudice Foxton – stabilisce, a mezzo di una comunicazione Consob⁵⁰, che un derivato può considerarsi di copertura essenzialmente se persegue in modo esplicito tale scopo e se vi è una “forte correlazione” tra il derivato e il debito sottostante⁵¹. In questo senso, del resto, possono leggersi diverse sentenze italiane, secondo cui una significativa discrepanza tra l’importo nozionale, la data di scadenza (e più in generale il piano di ammortamento), il tasso di interesse scambiato o i flussi di cassa del derivato e il rischio sottostante comportano un’assenza dello scopo di copertura⁵².

Su questa base, e non senza aver ricordato taluni precedenti inglesi (non direttamente applicabili, ma fonte di una qualche ispirazione), il Giudice Foxton, sulla base di un ragionamento espressamente qualificato come “intuitivo”, ha ritenuto che i derivati del Comune di Venezia oggetto di causa, siccome connotati da un *collar* che per forza di cose doveva assorbire gli *implied costs* e soprattutto da un MTM fortemente negativo, fossero speculativi, con conseguente *lack of capacity* dell’ente locale e, secondo il diritto inglese, *voidness* dei contratti.

⁵⁰ Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 (e pure DEM/1026875 dell’11 aprile 2001), su cui v. anche Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *dejure*, nonché ACF, 5 gennaio 2022 n. 5017. Come nota E. GROSSULE, *Speculatività*, cit., nelle discipline EMIR, MiFIR, MiFID II e nei loro Regolamenti attuativi possono rivenirsi alcune regole che, pur interessandosi di profili specifici, nella sostanza confermano i criteri stabiliti dalla Consob per distinguere scopo di copertura e scopo di speculazione.

⁵¹ La correlazione dev’essere “forte” (con riferimento a nozionale, scadenza, tassi e così via), ma non perfetta. La ragione sta nel fatto che chi acquista un derivato compra non già, in prima battuta, una “protezione” sartorialmente cucita sulla sua posizione, ma piuttosto uno strumento finanziario, solo secondariamente piegato a una finalità concreta di copertura. Uno strumento finanziario che, anche quanto è venduto *over the counter* o addirittura è costruito dalla controparte (l’intermediario), presenta per sua natura un certo grado di standardizzazione e rigidità (senza dire che la banca alienante, cercando di regala protezione dal rischio cui va incontro e mirando a tal fine a concludere un ulteriore derivato di *hedging*, deve predisporre il derivato che vende al cliente in modo sufficientemente standardizzato, onde poter acquistare sul mercato dei capitali un derivato uguale e opposto).

⁵² V. ad esempio Trib. Genova, 25 marzo 2021, n. 698; Trib. Roma, 8 gennaio 2016, n. 212, in *ilcaso.it*; Trib. Treviso, 26 agosto 2015, n. 1940, in *dirittobancario.it*; Trib. Verbania, 27 luglio 2015, in *dirittobancario.it*.

Le considerazioni del Giudice Foxton meritano alcune riflessioni.

Anzitutto, va detto che il divieto legale vigente al tempo per gli enti locali (volto a precludere la conclusione di derivati speculativi) con ogni probabilità anzitutto imponeva alle parti di rendere causalmente rilevante la finalità di copertura del derivato e di far sì che tale scopo piegasse la causa a una funzione di effettiva (e non solo dichiarata⁵³) copertura (quanto meno in virtù dei riferimenti legislativi al collegamento con passività “realmente” esistenti).

Ora, in linea generale, affinché un derivato sia di copertura è necessario verificare se le parti l’abbiano concluso sulla base di tale motivo comune determinante (trattandosi di verificare se tale scopo ne ha conformato la causa): il che, di regola, avviene quando il privato ha esplicitato la sua volontà di perseguire tale finalità di copertura nella fase precontrattuale e, a maggior ragione, se tale finalità è stata ribadita nelle premesse contrattuali⁵⁴. Non solo: in seconda battuta va valutato se l’ingresso nella causa dello scopo di copertura sia avvenuto con riferimento allo scopo unicamente per come dichiarato o addirittura con riguardo alla sua effettiva e reale perseguibilità: soltanto in quest’ultimo caso la mancanza, nella realtà dei fatti, di una necessità di copertura (o

⁵³ La differenza è, volendo esemplificare, questa: se in un derivato con nozionale 100 (lasciamo perdere, per semplicità, gli altri suoi elementi strutturali) le parti dichiarano di concludere il contratto per garantire un’esposizione debitoria di 100, un ingresso nella causa “debole” (o solo dichiarato) impone solo di verificare se le regole del derivato consentono di realizzare la funzione di copertura dichiarata; viceversa, un ingresso “forte” (effettivo) richiede di verificare se l’esposizione debitoria sia (e resti, in base a un ammortamento corrispondente a quello replicato dal derivato) pari a 100.

⁵⁴ Non è quindi sempre strettamente necessaria la menzione della finalità di copertura, che può costituire interesse pattizio, rientrante nella causa, anche se non esplicitata (di contro a quanto si legge nella comunicazione Consob menzionata, che non può essere considerata vincolante a fini civilistici, come nota pure il Giudice Foxton al § 209). Sul punto v., con riferimento a un derivato di un privato, Trib. Torino, 21 ottobre 2021, n. 4685, inedita; più in generale, sulla copertura pari interesse rientrante nella causa, C. App. Trento, 3 maggio 2013, n. 141, anch’essa inedita.

il suo successivo venir meno) comporterebbe un vizio⁵⁵ originario (o sopravvenuto) della causa⁵⁶.

Relativamente ai derivati degli enti pubblici conclusi nei primi anni Duemila si può ritenere che la necessità legislativamente imposta di perseguire uno scopo di copertura costituisca un forte indice per ammettere che tale scopo avesse fatto ingresso nella causa, *a fortiori* se tale scopo fosse stato esplicitato dalle parti nel contratto (come avvenuto per gli *swap* veneziani); e che la causa venisse, in tal caso, piegata a un effettivo perseguimento della funzione di copertura, come del resto previsto dalla disciplina di legge⁵⁷.

A) Ammettiamo, dunque, che anche i derivati veneziani fossero stati conclusi per una funzione di copertura, causalmente rilevante (quale scopo da perseguire effettivamente, ossia nella realtà delle cose).

Orbene, ove il derivato – stante la sua scarsa correlazione⁵⁸ – non è idoneo a realizzare lo scopo di copertura, non lo si deve riquilibrare

⁵⁵ L'irrealizzabilità della causa, da ritenersi mancante o venuta successivamente meno.

⁵⁶ V., sempre con riferimento a un derivato di un privato, Trib. Lucera, 26 aprile 2012, n. 204, in *ilcaso.it*. In realtà, nell'ipotesi di derivati privati, la mancanza di un'esigenza legale di "reale" esistenza dell'esposizione porterebbe a ritenere che, di regola (e salva la dimostrazione di una volontà diversa, espressa o implicita), lo scopo di finanziamento faccia ingresso nella causa solo come scopo dichiarato, a prescindere dalla sua effettività (con la conseguenza che esso rilevarebbe nel caso in cui le regole del derivato fossero disassate, ma non se l'esposizione debitoria non sussistesse nella realtà dei fatti o venisse meno).

⁵⁷ Detto in altri termini: il vincolo legislativo costituiva argomento per interpretare e ricostruire l'assetto di interessi voluto dalle parti, tanto perché la loro volontà storica presumibilmente era nel senso di rispettarlo in modo rigoroso (rendendo causalmente rilevante, nel modo più pieno possibile, lo scopo di copertura), quanto perché nel dubbio è in tal modo che va intesa e apprezzata la loro volontà (anche *ex art.* 1367 c.c.).

⁵⁸ Formula che sottende una molteplicità di situazioni tra loro assai diverse (e, almeno in linea teorica, differenti da quelle dello squilibrio tra flussi da versare): così, in particolare, l'ipotesi in esame – di un derivato che, nonostante l'intenzione, "non protegge" – è diversa da quella di un derivato che protegge in modo "quantitativamente o qualitativamente scarso" (ad esempio, perché il nozionale è inferiore all'esposizione debitoria che si vorrebbe garantire – come avveniva in Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, in *dejure*, e pure in Trib. Torino, 14 gennaio 2020, n. 185, in *ilcaso.it* – o perché vengono scambiati tassi tra loro differenti – ad esempio variabile per fisso, e non più variabile per variabile – solo se il tasso variabile di mercato supera una soglia assai elevata, nonostante l'intenzione del cliente sia di acquistare una

come “speculativo”; semmai, si deve rilevare una contraddittorietà interna alla causa, ossia tra lo scopo perseguito e le regole contrattuali volte a realizzarlo. La differenza non è di poco conto: l’assenza di uno scopo di copertura (che è tale nei derivati che *non perseguono* lo scopo di copertura) impone di ritenere che la causa del derivato sia quella, residuale, speculativa; al contrario, l’inidoneità a perseguire lo scopo di copertura divisato (che è tale nei derivati che, pur mirando a tale funzione, *non sono in concreto idonei a realizzarla*) produce immeritevolezza o comunque inadeguatezza causale del contratto e, quindi, nullità⁵⁹.

Se la Corte inglese avesse seguito *in toto* questo ragionamento, alla stessa sarebbe però impedito di interessarsi della natura sostanzialmente speculativa delle regole degli *swap* veneziani: la questione, infatti, si sarebbe ritenuta attinente al piano della meritevolezza e, quindi, a un profilo (quello dei requisiti essenziali del contratto) per il quale non era applicabile il diritto italiano. Evidentemente, la valorizzazione degli istituti italiani per il tramite del rinvio delle norme di diritto internazionale privato inglese ne ha imposto un ragionevole adattamento: e così, in particolare, ha condotto il Giudice Foxton semplicemente a chiedersi se il derivato fosse, in virtù della sua struttura, fortemente correlato all’esposizione debitoria del Comune di Venezia, ritenendolo, in caso contrario, semplicemente speculativo e, quindi, vietato all’ente locale⁶⁰.

protezione piena). In casi del genere il derivato non dovrebbe essere considerato immeritevole (quantunque così di tanto in tanto avvenga in giurisprudenza): può emergere semmai una responsabilità precontrattuale a carico dell’intermediario che non ha venduto “abbastanza” protezione.

⁵⁹ Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit.; Trib. Roma, 3 marzo 2020, n. 4658, in *dirittobancario.it*. La nullità (probabilmente da attrarre al modello, o ai modelli, di protezione) sarà parziale, nell’ipotesi in cui le clausole che impediscono di realizzare lo scopo di copertura possano essere caducate lasciando in vita il nucleo essenziale del contratto e quelle (altre) regole che permettono il perseguimento della finalità di copertura (sul punto si consenta il rinvio ad A.M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell’interest rate swap*, Napoli, 2018, 310 s., nonché ID., *Il giudizio di meritevolezza oggi (dialogando con Aurelio Gentili)*, in *Storia Metodo Cultura*, 2022, 349 ss.).

⁶⁰ Se il Giudice Foxton avesse ragionato diversamente, avrebbe dovuto giudicare *enforceable* un derivato nei fatti speculativo, solo perché programmato come *hedging*, senza che tale discrepanza (tra interessi e regole) – in un sistema che

B) Ma perché il Giudice Foxton ha ritenuto non sufficientemente correlati i derivati veneziani? In realtà, non sempre la presenza di un *upfront* rende speculativo, nei fatti (nelle sue regole), un derivato, quantunque concluso per finalità di copertura.

È da convenire con il Giudice Foxton che così sia accaduto nel caso veneziano: perché, in quell'ipotesi, il MTM negativo a favore delle banche (volto ad attribuire a Venezia la provvista per chiudere, loro tramite, il vecchio *swap* con Bear Stearns) era così elevato da riflettersi inevitabilmente un *floor* molto alto e in un *cap* altissimo, con la conseguenza che lo *swap* non solo era squilibrato (uno squilibrio in realtà in larga parte riequilibrato dall'*upfront*), ma soprattutto finiva per essere inidoneo allo scopo di copertura perseguito dal Comune di Venezia (i tassi, infatti, difficilmente si sarebbero innalzati oltre al *cap* e, al contempo, con maggior probabilità sarebbero scesi sotto al *floor*)⁶¹.

Al contrario, preme osservare che un *plain vanilla swap* (lo *swap* che si limita a scambiare, in sintesi, tasso fisso e tasso variabile), anche qualora presenti un *upfront* di una certa rilevanza (ossia, sia costruito come *non par* e sia poi in larga parte riequilibrato dall'*upfront*) di fatto

non conosce il vizio di immeritevolezza o comunque inadeguatezza causale – rilevasse.

⁶¹ Esemplare sul punto il derivato al centro di C. App. Milano, 28 settembre 2020, n. 2393, in *ilcaso.it* (la quale ha fatto riferimento, però, anche alla tesi della “tendenziale parità” tra *cap* e *floor* nei derivati degli enti locali); e v. pure C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit. (a proposito di un derivato di un ente locale che – almeno all'apparenza, giacché la narrazione dei fatti non è esauriente – presentava anche altre patologie: riguardava un'esposizione pregressa quasi interamente a tasso fisso; in parte la convertiva in un *collar*, in parte in un'esposizione a tasso variabile senza un *cap* e con un *floor* molto alto). Quanto allo *swap* oggetto del contenzioso di Busto – in sintesi, e a parte un più ridotto *mirror swap*, un *cash flow swap* su cui si innestava un *interest rate swap* con *floor* e *cap* –, esso appariva, alla Giudice Cockerill, come privo di un *upfront* (e solo minimamente squilibrato, in virtù di un *implied cost*); anche per tale ragione, lo *swap* veniva ritenuto sufficientemente correlato allo scopo di copertura (v. Busto, §§ 56 ss. e 281 ss.). Tuttavia, onde valutare la correlazione si sarebbe dovuto anche verificare l'effetto del *cash flow swap* (che, consentendo al Comune di ottenere nei primi anni liquidità da restituire in un secondo momento, non prevedeva un *upfront*, ma sicuramente conferiva al Comune un beneficio da scontare altrove), oltre che del *mirror swap* (anch'esso potenzialmente fonte di un costo per il Comune), e, soprattutto, si sarebbe dovuto controllare il posizionamento di *floor* e *cap* (senza accontentarsi di prezzarli, al solo fine di verificare il MTM iniziale dello *swap*).

non perde la sua correlazione o, comunque, la perde molto poco⁶². Infatti, chi riceve l'*upfront* semplicemente lo restituirà, assieme ai flussi pecuniari. Tutt'al più, costui si potrà lamentare del fatto che il valore dell'*upfront* è stato calcolato attualizzando dei flussi futuri evidentemente a un tasso di interesse presunto (il che, però, non è molto diverso da quanto avviene in ogni caso di mutuo a tasso fisso⁶³)⁶⁴.

⁶² La perderebbe, semmai, se il derivato fosse fortemente squilibrato, senza essere riequilibrato dal pagamento di un *upfront* (se del caso compensato con altre somme, dovute per la chiusura di uno *swap* già in essere): ed è per questa ragione che dottrina e giurisprudenza avvertono che, nel caso di *swap* di copertura, lo squilibrio deve essere valutato con maggior rigore che in uno *swap* privo di tale finalità (ove, a rigore, lo squilibrio dovrebbe di per sé rilevare solo se tale da far divenire l'operazione sostanzialmente priva di contropartita per una delle parti). Si tratta del principio applicato in Trib. Torino, 1 febbraio 2021, n. 456, in Trib. Torino, 21 ottobre 2021, n. 4685, cit., in Trib. Monza, 14 giugno 2012, n. 2028, in *dirittobancario.it* (ove, nondimeno, lo squilibrio viene definito come assai rilevante, pur essendo pari a una maggiorazione di 30 punti base del tasso fisso rispetto a quello di mercato: il che può suscitare più di qualche dubbio, come peraltro osservato da C. App. Milano, 25 maggio 2015, n. 2244, in *dirittobancario.it*), e in Trib. Orvieto, ord. 12 aprile 2012, in *ilcaso.it* (anche qui in modo però probabilmente esagerato, non essendo vero che in qualsiasi *swap* – quand'anche *plain vanilla* – il perseguimento di uno scopo di copertura sia escluso dalla presenza di uno squilibrio, in una certa parte corrispondente a costi impliciti e in altra parte a finanziare la chiusura di derivati preesistenti: la valutazione dell'adeguatezza tra il contratto e lo scopo di copertura avrebbe richiesto al Collegio di verificare la struttura dello *swap*, ossia la presenza di *floor* e *cap* e la distribuzione di rischi al momento della sua conclusione). Qui, si badi, lo squilibrio rilevarebbe per i riflessi sullo scopo di copertura e non già in sé e per sé (come avviene nell'ambito della teoria della causa aleatoria razionale, su cui v. *infra*, oppure ove si verifichi la semplice irrealizzabilità della causa per mancanza sostanziale di uno scambio stante il forte divario economico tra le posizioni assunte nel contratto dalle due parti, procedendo a un sindacato che è stato ad esempio al centro di Trib. Napoli, 2 giugno 2017, n. 4698, inedita).

⁶³ Con la differenza che nel caso dell'*upfront* non è mai possibile restituire anticipatamente il capitale per evitare di pagare gli interessi per il tempo futuro (cfr. sul punto oltre, la nt. 73).

⁶⁴ Ambiguo sul punto il Giudice Foxton (al § 212.vii), secondo cui la rinegoziazione di uno *swap* con MTM negativo conduce necessariamente a rendere speculativo il nuovo *swap* (in tal senso v. già Trib. Verona, 25 marzo 2013, in *Società*, 2013, 943) Il che, però, non avviene in tutti i casi in cui il nuovo *swap* presenti ancora una correlazione sufficiente (e, in particolare, non abbia nozionale o durata più estesi rispetto al debito sottostante): così come, più in generale, la sussistenza di un *upfront* non fa perdere per forza di cose la correlazione allo *swap* (né, a maggior ragione, lo rende di per sé nullo: cfr. Cass., 28 luglio 2017, n. 18781, in *dejure.it*).

Viceversa, perché lo *swap* perda una stretta correlazione serve che l'*upfront* sopravvanti, e di molto, il nozionale: cosa che, però, di regola non avviene⁶⁵.

4.2. b) l' "Indebtedness Argument"

Se già lo *speculation argument* induceva taluni dubbi al Giudice Foxton, l'*indebtedness argument* – secondo cui tutti o taluni *swap* costituiscono indebitamento e, quindi, vanno e già nel 2007 andavano incontro ai limiti di cui all'art. 119, comma 7 (già 6), Cost. – ha suscitato in lui profonde perplessità⁶⁶.

In senso contrario depongono, secondo il Giudice, diversi argomenti e in particolare:

a) l'eshaustività dell'elenco di cui all'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, comprovata da un'interpretazione letterale e da un'interpretazione sistematica condotta alla luce del comma 18, ma attestata anche: i) dall'ultima parte del comma 17, la quale delegava a un decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze l'allargamento dell'elenco delle operazioni costituenti indebitamento; ii) dai principi espressi dalla Corte costituzionale, che, nel giudicare incostituzionale proprio l'ultima parte del comma 17, riconosceva che l'estensione dell'elenco in parola era soggetta al principio di legalità sostanziale, e doveva quindi provenire dal legislatore (e non già, sosteneva la Corte costituzionale, da un organo ministeriale non guidato da criteri e principi posti per legge; esclusione, questa, che secondo il Giudice Foxton a maggior ragione portava a negare un ruolo troppo ampio e sostanzialmente creativo in capo all'interprete); iii) dall'afflittività delle sanzioni previste a carico degli amministratori pubblici per la violazione dell'art. 119, comma 7 – già 6 –, Cost., dalla l. n. 289/2002;

b) la circolare del 22 giugno 2007 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, secondo cui gli «strumenti derivati non sono

⁶⁵ In tal caso in base a un giudizio *ex ante* (cfr. Cass., 13 luglio 2018, n. 18724, in *dejure*) si potrà appurare che lo *swap* è idoneo a produrre perdite (o guadagni) in misura elevata e in modo totalmente slegato dallo scopo di copertura e derivante, piuttosto, dal fatto che il tasso di interesse del sostanziale finanziamento da restituire – tasso che sarà fisso, se l'*upfront* è stato pagato alla parte che si obbliga a pagare somme calcolate su un tasso fisso – sia più (o meno) alto di quello di mercato.

⁶⁶ V. §§ 233 ss.

configurabili come operazioni di indebitamento» agli effetti di legge: circolare priva di valore di legge, ma rilevante quale argomento interpretativo;

c) l’inserimento espresso, con modifiche normative del 2008 (e poi vigenti solo a partire dal 2009), dell’*upfront* tra le forme di indebitamento rilevanti ai sensi dell’art. 3, comma 17, l. n. 350/2003 (con disposizione, secondo il Giudice Foxton, non interpretativa, ma innovativa).

La sentenza Cattolica, tuttavia, si è inserita – secondo il Giudice Foxton – su tale scenario, adottando una tesi opposta, secondo cui gli *swap* costituiscono o comunque possono costituire un indebitamento. In realtà, la sentenza Cattolica è assai intricata: essa parla di indebitamento talvolta ai fini dell’art. 119, comma 7 (già 6), Cost. (e quindi per ritenerlo precluso ove l’indebitamento non sia volto a finanziare spese di investimento), talaltra ai fini di cui all’art. 42 t.u.e.l. (di cui si dirà oltre); per di più, di tanto in tanto sembra affermare la totale corrispondenza tra *swap* e indebitamento (in base al fatto che lo *swap* comporta spese che si estendono su esercizi successivi) e a volte invece riconosce la natura di indebitamento solo in capo agli *swap* con *upfront* o a quelli la cui «negoziazione si traduce comunque nell’estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sottostanti ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni»⁶⁷ (concetti, questi ultimi, anch’essi non immediatamente perspicui⁶⁸).

⁶⁷ Sono parole tratte dal § 10.8 della sentenza Cattolica.

⁶⁸ Non è chiaro se per la sentenza Cattolica “modifica” e “estinzione” si riferiscano meramente al fatto che lo *swap* sia concluso nell’ambito di una più complessa operazione che modifica o estingue un finanziamento (nel qual caso, però, non si capirebbe perché collegare allo *swap* un indebitamento) o se lo *swap* debba direttamente modificare o estinguere un finanziamento (il che porta a chiedersi se ciò può mai avvenire, al di fuori dei casi di *swap* con *upfront*, già separatamente considerati; un esempio, che la difesa delle banche nel caso veneziano adduce, è quello del *cash flow swap*, in cui le parti si scambiano un certo capitale in momenti tra loro diversi). A tal riguardo va considerato che, in un caso di *cash flow swap*, quello al centro di Busto, la Giudice Cockerill, pur adottando espressamente la seconda opzione interpretativa (per cui lo *swap* deve modificare significativamente o estinguere l’esposizione), ha escluso che in concreto lo *swap* oggetto di giudizio “modificasse o estinguesse un finanziamento” (ciò che, nella sentenza Busto, rilevava ai sensi e ai fini dell’art. 42 t.u.e.l., su cui v. a breve nel § 5). Secondo la Giudice Cockerill, un *cash flow swap* non può costituire indebitamento perché – si dice – formalmente non impone di pagare “di più”, limitandosi a cambiare le date di

Nondimeno, la Corte inglese ritiene di dover prestare ossequio alla sentenza, applicandola quale diritto italiano vivente: anche perché, viene aggiunto, essa è stata anticipata da alcune decisioni⁶⁹ e soprattutto è stata seguita da diversi precedenti concordi in Italia⁷⁰.

Volgendo agli *swap* veneziani, osserva il Giudice Foxton essi costituiscono, ai sensi della decisione Cattolica, “indebitamento”, quanto meno perché in essi è presente un *upfront*. E tale indebitamento, prosegue il Giudice, viola l’art. 119 Cost., non essendo stato assunto per finanziare spese di investimento, ma solo per estinguere uno *swap* già esistente (quello con Bear Stearns).

Secondo la Corte inglese, dunque, gli *swap* rientrano nel divieto posto dal diritto italiano: e anche qui, come già avveniva per lo *speculation agreement*, sulla base del *test* elaborato nella prima parte della decisione viene ritenuto che la violazione delle norme (italiane) che impediscono all’ente pubblico di assumere debiti se non per finanziare spese di investimento causi un *lack of capacity* dell’ente locale e, secondo il diritto inglese (competente a disciplinare le conseguenze dell’incapacità), la *voidness* dei contratti.

rimborso per “riequilibrare il profilo di ammortamento”; parimenti, secondo la Giudice non può costituire indebitamento la previsione di un *collar*, poiché – viene aggiunto – esso è di per sé, e al contrario, volto a una finalità di copertura. Tali considerazioni, come già quelle precedenti a proposito della finalità di speculazione dei derivati del Comune di Busto Arsizio (v. nt. 61), non convincono affatto: a tacer d’altro, il *cash flow swap*, così come il *mirror swap*, possono in concreto aver comportato un beneficio per l’ente locale, che evidentemente sarà stato pagato tramite la vendita di un *floor*; e, se così è stato, è evidente la sussistenza di una “modifica”, onerosa, di un indebitamento esistente.

⁶⁹ Tra cui C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, cit.

⁷⁰ Vengono tra l’altro citate Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, inedita; C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit.; C. App. L’Aquila, 13 aprile 2021, n. 576, inedita (quest’ultima, peraltro, è l’unica – osserva la Corte inglese – ad aver seguito la tesi che postula una corrispondenza totale tra *swap* e indebitamento); in dottrina, A. BERTI, *I contratti “derivati” degli enti pubblici tra autonomia negoziale e principio di legalità*, in *Crisi d’impresa e Insolvenza*, 11 luglio 2020, 1 ss. Su tali sviluppi di giurisprudenza v., nella nostra dottrina, G. DELLA CANANEA, *La Cassazione, i derivati e gli enti pubblici: verso una giurisprudenza costante*, in *Diritto & Conti*, 5 aprile 2022; sempre tra le decisioni più recenti va anche menzionata Trib. Genova, 21 dicembre 2022, in *dirittobancario.it*.

Anche i profili relativi all'indebitamento, come già in precedenza quelli inerenti alla speculazione, richiedono qualche considerazione aggiuntiva, a mo' di commento.

In una chiave prettamente causale, si potrebbe nutrire qualche dubbio sul fatto che uno *swap* con *upfront*, come quello oggetto di lite, necessariamente inglobi nella sua causa una vera e propria funzione di finanziamento.

La diversa soluzione, rispetto alla finalità di copertura, si spiega alla luce di tre considerazioni generali tra loro connesse: lo scopo di copertura costituisce una finalità secondaria che tinge la causa, dando un senso aggiuntivo all'operazione economica (e, così, scongiurando la sua definizione residuale di contratto unitamente speculativo), mentre lo scopo di finanziamento sta un piano affatto diverso (non escludendo, di per sé, né la residuale finalità speculativa, né quella eventuale di indebitamento); lo scopo di copertura impone un'apposita costruzione dell'intera struttura del derivato, completamente fondato su tale finalità, lo scopo di finanziamento può innestarsi in un momento successivo all'avvio della fase precontrattuale, semplicemente mutando alcuni elementi strutturali (senza che lo *swap* ne sia integralmente conformato); la causa dello *swap* di copertura è quella di *swap* ("scambio aleatorio-finanziario di flussi pecuniari...") particolarmente connotata ("... per una finalità di copertura da un certo rischio"), mentre difficilmente lo scopo di finanziamento potrebbe convivere in seno a una causa di *swap* (non si potrebbe parlare di uno "scambio aleatorio-finanziario per finanziare una parte"), né riuscirebbe a renderla mista (non riuscendosi a immaginare una causa che cumuli scopi tra loro tanto eterogenei)⁷¹.

Tutt'al più, si potrebbe ammettere, sempre in linea generale, che il motivo di finanziamento assurga al rango di interesse causalmente rilevante qualora le parti si siano accordate in modo specifico sugli elementi essenziali del finanziamento, consentendo una coesistenza di due cause e una corrispondente scomposizione della struttura del

⁷¹ Ove il finanziamento sopravanzi, di molto, il complessivo ammontare dei flussi previsti, allora – e solo allora – potrebbe supporre che il contratto vada incontro a una riqualficazione come accordo atipico di finanziamento con una struttura peculiare tale da renderlo aleatorio: tuttavia tali ipotesi sono per lo più di scuola.

derivato⁷². In caso diverso, sarebbe inevitabile relegare lo scopo di finanziamento al rango di semplice motivo, anche per salvarlo da una possibile nullità: infatti, se si riqualificasse (quantunque parzialmente) il contratto quale finanziamento, esso dovrebbe aver rispettato le norme di volta in volta applicabili del t.u.b.⁷³; il che, però, confliggerebbe con il principio di conservazione del contratto (su cui v. anche l'art. 1367 c.c.).

Si deve concludere, quindi, che lo scopo di finanziamento, nei casi in cui manchi un tale accordo (di fatto, quindi, sempre), altro non sia che un motivo individuale, non penetrato nella causa: il che osta alla sua rilevanza funzionale. Senonché, l'*upfront*, quantunque non muti in tutto o in parte la causa dello *swap*, quanto meno in un *interest rate swap plain vanilla* strutturalmente corrisponde a un ammontare (attualizzato) di denaro che viene trasferito da una parte all'altra, a fronte dell'obbligo di restituire tale ammontare: ciò in cui ben potrebbe ravvisarsi a certi fini un "indebitamento". E pure in un *interest rate swap* con un *collar*, dove l'*upfront* corrisponde a un innalzamento di *floor e/o cap* e quindi, lungi dall'essere sicuramente restituito, rende solo più probabile un esito negativo della scommessa, si è di fronte a un trasferimento oneroso di una somma di denaro, in cui potrebbe rinvenirsi, sempre a certi fini, un "indebitamento".

Il che sposta, come ben ha avvertito il Giudice Foxton, il tema dal versante privatistico a quello pubblicistico: ci si deve chiedere se, ai fini dell'art. 119 Cost., le operazioni con *upfront* costituissero "indebitamento" già nel 2007 e se la modifica, intervenuta nel 2008, dell'elenco di cui all'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, ha avuto natura interpretativa o innovativa rispetto alla nozione pubblicistica di indebitamento. Tale interrogativo, risolto nel primo senso dalla sentenza Cattolica, risulta forse più ostico dell'altro, sull'esistenza già

⁷² Accordo che nel caso di *swap* con *upfront* non vi è pressoché mai; e che comunque, ove si volesse esigere un consenso anche sugli elementi essenziali del finanziamento (come il tasso di interesse, scomposto rispetto a quello del derivato), sarebbe matematicamente possibile solo nei casi di *plain vanilla*.

⁷³ Non solo quelle in tema di informazione precontrattuale, ma anche quella sul divieto di penali per l'estinzione anticipata dei mutui immobiliari (art. 120-ter): infatti, lo *swap* si potrebbe "chiudere" anticipatamente solo ove il contratto lo prevedesse e, di regola, versando (od ottenendo) il MTM di quel giorno. Sul punto v. pure M. COGNOLATO, *Componenti derivative*, cit., p. 1734 s.

nel 2007 di un divieto per gli enti pubblici di concludere derivati speculativi. Sennonché, vi sono almeno due ragioni che persuadono dell'esattezza della pronuncia Cattolica:

1) la *ratio* della disciplina di contabilità pubblica di cui si discute – controllare l'assunzione di responsabilità debitorie future da parte degli enti locali, nella misura e nella finalità – impone di ritenere già implicita nella legislazione, e anzitutto nell'art. 119, comma 7 (già 6), Cost., una nozione ampia di indebitamento⁷⁴;

2) con riguardo ai *plain vanilla*, dove l'*upfront* rappresenta un pagamento che giocoforza va restituito, è assai difficile sottrarre

⁷⁴ Tanto più che l'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, ben poteva essere considerato esemplificativo, ipotizzando ad esempio che l'espressa indicazione di nuove forme di indebitamento avesse lo scopo non già di farle rientrare *ex novo* nel concetto, ma di sottrarre all'interprete la decisione su una tale inclusione (va notato, a tal riguardo, che, quando il legislatore ha voluto modificare l'art. 3, comma 17, solo con valenza per il futuro – ad esempio con riferimento alle «le operazioni di leasing finanziario stipulate dal 1° gennaio 2015» – l'ha indicato espressamente). Quanto poi al principio di legalità sostanziale, esso non appare violato da un'attività interpretativa (di legge statale) che tra l'altro proprio nell'art. 3, comma 17, citato, come pure nell'art. 119 Cost., trova i suoi cardini. Pure il riferimento alla responsabilità erariale risulta mal posto, giacché il presupposto della stessa è il dolo o la colpa grave del funzionario, che possono essere esclusi anche dalla complessità della legislazione (v. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, cit., XVIII; di recente poi C. Conti, sez. giur. Basilicata, 20 gennaio 2022, n. 2, ha escluso – in un caso di derivati – la responsabilità di alcuni funzionari regionali ricordando che le scelte discrezionali dell'amministrazione sono soggette al sindacato del giudice contabile solo ove sussistano profili di manifesta irrazionalità, abnormità, illogicità o simili). E con riguardo alla circolare del 2007, basti dire che essa considerava gli *swap* “strumenti di gestione del debito” semplicemente perché essi, nella loro fisiologia, avrebbero dovuto servire solo a ciò (sicché trascurava di notare che in talune ipotesi, per vero frequenti ma non per questo meno patologiche, la funzione dello *swap* aveva subito, dal lato dell'ente, una torsione). Infine, irrilevante è la sentenza C. Stato, 30 giugno 2017, n. 3714, in *giustizia-amministrativa.it* (da molti addotta a sostegno della tesi contraria): come osservato anche dal Giudice Foxton, tale decisione ha solo escluso che gli *swap* siano sempre e per forza di cose “spese” soggette all'art. 42, lett. i, t.u.e.l. (su cui v. il prossimo § 5), in quanto forme di “indebitamento”; difatti, nella fisiologia di questi strumenti – purtroppo statisticamente minoritaria – essi dovrebbero, sarebbero dovuti, servire (unicamente) quali strumenti di gestione del debito.

l'operazione alla predetta qualificazione a fini pubblicistici⁷⁵; con riferimento agli *swap* con *collar*, una tale soluzione, quantunque meno evidente, è necessitata ove si adotti una nozione ampia di “indebitamento”, comprensiva di ogni operazione che consente di ottenere denaro a fronte di un obbligo (anche solo potenziale) di doverlo restituire (magari in misura assai maggiorata).

Ad ogni modo, il Giudice Foxton, pur convinto del contrario, non ha voluto su questo punto contraddire l'insegnamento delle Sezioni Unite, essendosi ripromesso di applicare il diritto italiano per come esso è (e non per come esso dovrebbe essere). Tuttavia, come vedremo, le sue perplessità – relative tanto allo *speculation argument*, quanto all'*indebtedness argument* – sono riemerse altrove, incidendo in modo altrettanto profondo sulla decisione finale.

5. La competenza del Consiglio comunale e l'art. 42 t.u.e.l.

A mente dell'art. 42, lett. i, t.u.e.l., sono riservate all'approvazione del Consiglio comunale le «spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo». La sentenza Cattolica ha ritenuto che tra tali spese rientrino senz'altro quei derivati che costituiscono, in base ai criteri esposti nel paragrafo precedente, indebitamento.

Il Giudice Foxton⁷⁶, in realtà, ritiene improbabile che la “spesa” di cui alla disposizione citata equivalga all’“indebitamento” di cui all'art. 119, comma 7 (già 6), Cost.: sia perché le finalità delle previsioni sono diverse, sia perché l'art. 3, comma 17, l. n. 350/2003, specifica solo la seconda (e non la prima). E proprio per tale ragione, egli approva l'esito della decisione Cattolica *in parte qua*, dichiarandosi per ciò stesso non riluttante a prestarvi osservanza (diversamente da quanto avveniva con riguardo all'*indebtedness argument*): infatti, il Giudice ritiene che il concetto di “spesa” sia per forza di cose più ampio di quello di “indebitamento” (tanto più giacché il legislatore italiano non ha mai

⁷⁵ In relazione a uno *swap* del genere si può semmai discutere del fatto che il tasso fisso sia alto (v. nt. 65) e che non vi sia la possibilità di restituire anticipatamente il capitale.

⁷⁶ V. §§ 278 ss.

approvato una norma volta a declinarlo e cristallizzarlo, come accaduto invece con l'art. 3, comma 17, già citato)⁷⁷.

In concreto, ciò vuol dire che il Consiglio comunale di Venezia avrebbe dovuto valutare la convenienza del ricorso all'indebitamento, oltre ad aver individuato e approvato l'importo dell'*upfront* (somma finanziata), prima che fossero conclusi i contratti di *swap*. Il che, però, non era successo: la delibera consiliare che anticipava il perfezionamento degli *swap* costituiva un "mero orientamento". E questo «not because it was not possible to do it, but because in the Before Cattolica Era none of those involved understood this to be required»⁷⁸.

La violazione dell'art. 42 tuel, per il Giudice Foxton, è ancora una volta rilevante ai sensi del diritto internazionale privato inglese: non già, però, perché priva il Comune della capacità di porre in essere un atto, ma perché priva il Dirigente della Direzione finanziaria di perfezionare l'accordo (ossia, della necessaria *authority*). La conseguenza, già prima descritta, è che tale carenza di *authority* ha le conseguenze del diritto inglese e alla stessa si applicano le dottrine inglesi della "rappresentanza apparente" ("*ostensible authority*") e della "ratifica" ("*ratification*")⁷⁹.

Sempre stando alla decisione della Corte inglese, nel caso di specie era inevitabile riconoscere una *ostensible authority* al Dirigente. Parimenti, nella condotta del Comune di Venezia – che per diversi anni aveva pagato e ricevuto pagamenti in esecuzione degli *swap*, senza

⁷⁷ Il Giudice Foxton – il quale peraltro ritiene che solo gli *swap* con *upfront* o volti a estinguere o modificare un finanziamento costituiscano "spesa" ai sensi dell'art. 42 t.u.e.l. (e, dunque, non gli *swap* che difettano di tali connotati) – menziona a tal riguardo alcuni precedenti successivi a Cattolica, quali Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit., e C. Conti, sez. contr. Lazio, 12 aprile 2022, n. 42, cit. Va ricordato che a decisione analoga a quella del Giudice Foxton era giunta la Giudice Cockerill in Busto.

⁷⁸ § 301. Il Giudice Foxton spende poi numerose pagine a chiedersi – senza però giungere a una soluzione, ritenendola irrilevante – se alla delibera del Consiglio si applicava, direttamente o analogicamente, l'art. 192 t.u.e.l., apparentemente dettato solo per la delibera del responsabile del procedimento, ossia di un tecnico e non già di un politico. La sensazione è che il Giudice sia di avviso più negativo che positivo, pur non nascondendo che, mentre la sentenza Cattolica sul punto è silente (o comunque non sufficientemente esplicita), sono state di segno diverso sia C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, sia Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit.

⁷⁹ §§ 318 ss.

riserva alcuna, e che nel 2019 aveva promosso un contenzioso in Italia contro le banche sul presupposto della validità e vincolatività dei contratti oggetto di lite – doveva rinvenirsi una *ratification*, rispetto a cui non ostava la sua ignoranza (almeno sino alla sentenza Cattolica) della carenza di potere in capo al Dirigente (non essendo richiesto, per ratificare un atto, di conoscerne l'inefficacia).

6. Le altre domande ed eccezioni e, in particolare, le conseguenze in punto di restituzione della voidness degli swap del Comune di Venezia

Nell'ultima parte della decisione il Giudice Foxton ha passato in rassegna le altre conclusioni formulate dal Comune di Venezia e dalle banche.

In particolare, ha escluso che i derivati fossero nulli per un *common mistake* (o, comunque, che sussistessero ragioni di invalidità per *common mistake* non già assorbite, dal lato pratico, dall'invalidità per mancanza di *capacity*)⁸⁰. A tal riguardo il Comune di Venezia aveva addotto, quale errore comune, il fatto che lo *swap* con Bear Stearns e le due successive modifiche fossero validi (mentre non lo erano, per il mancato rispetto dell'art. 42 t.u.e.l. e per la mancanza di una previa delibera del Dirigente della Direzione finanziaria conforme all'art. 192 t.u.e.l.). Tuttavia, la Corte inglese ha rigettato la tesi dell'invalidità *ex art. 42 t.u.e.l.* (poiché non era stato previsto alcun *upfront*) e, quanto a quella di cui all'art. 192 t.u.e.l., ha dubitato della sua rilevanza (sia nella prospettiva della qualificazione del vizio, sia in quella delle conseguenze della sua sussistenza, a fronte delle eccezioni di *ostensible authority* e *ratification*).

Di seguito⁸¹, il Giudice Foxton ha ritenuto inapplicabile al caso di specie l'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma, secondo cui «la scelta di una legge straniera ad opera delle parti ..., qualora nel momento della scelta tutti gli altri dati di fatto si riferiscano a un unico Paese, non può recare pregiudizio alle norme alle quali la legge di tale paese non consente di derogare per contratto», dette “norme imperative”: e ciò perché gli *swap* veneziani presentavano almeno quattro elementi di collegamento con Paesi terzi (alla gara avevano

⁸⁰ §§ 324 ss.

⁸¹ §§ 331 ss.

partecipato banche non italiane; l'ISDA Master Agreement era redatto secondo un modello internazionale redatto in inglese; era ipotizzabile sin da prima del perfezionamento dei derivati che le banche avrebbero concluso dei derivati di copertura con istituti di credito potenzialmente stranieri; l'operazione complessiva prevedeva il trasferimento e la chiusura del derivato già in essere con Bear Stearns, ossia con un soggetto non italiano⁸²).

La nullità – per le ragioni prima esposte – degli *swap* ha poi imposto alla Corte di domandarsi se al Comune di Venezia fosse impedito di dolersi di tale nullità in forza di un *estoppel* e se, comunque, l'ente locale potesse dirsi inadempiente rispetto al Master Agreement o in ogni caso responsabile, in particolare per *misrepresentation* o per violazione dell'art. 1338 c.c.⁸³ Queste domande ed eccezioni, fondate in linea generale su una serie di previsioni del Master Agreement (in forza delle quali il Comune dichiarava di avere il potere di perfezionare i contratti, di per sé leciti e consentiti), non hanno trovato accoglimento: ora per l'assurdità di ritenere nullo un contratto, se non nella parte in cui contiene la promessa di potersi validamente vincolare tramite lo stesso⁸⁴; ora per l'assenza degli elementi costitutivi della *misrepresentation*; ora, con riferimento all'applicazione dell'art. 1338 c.c., per la mancanza di negligenza in capo al Comune di Venezia (e alle banche) nel non aver avvertito la controparte della nullità dei contratti derivati (stante il fatto che rispetto a tale nullità, nel 2007 e sino alla sentenza Cattolica, secondo il Giudice Foxton non vi era alcun obbligo di rilevazione e, meno che meno, di informazione⁸⁵).

⁸² Viene qui fatto ampio riferimento a *Banco Santander Totta SA v Companhia Carris* [2016] 4 WLR 49 e *Dexia Crediop SpA v Comune di Prato* [2017] EWCA Civ 428 (che, sul punto, riformava la decisione di primo grado).

⁸³ §§ 358 ss.

⁸⁴ A tal riguardo vengono tra l'altro citati A. HUDSON, *The Law of Financial Derivatives*⁶, London, 6-167, e S. FIRTH, *Firth on Derivatives Law and Practice*, London, 11-038.

⁸⁵ Tuttavia, v'è da dubitare che il diritto italiano ritenga “non colpevole” tale condotta (trattandosi di una *ignorantia legis*, che *non excusat*; la giurisprudenza, in effetti, continua a leggere alla luce di tale principio l'art. 1338 c.c., nonostante la dottrina sia sul punto sempre più critica: v. S. PAGLIANTINI, sub *art. 1350*, in *Comm. c.c. Gabrielli*, Torino, 2011, 91, nonché ID., *Nullità vs risoluzione, dopo le S.U., tra interesse negativo ed ingiustificato arricchimento*, in *Annuario del contratto*, 2012, 86). Piuttosto, è da ritenere che sia colpevole anche la condotta del destinatario di

Centrali, per quanto attiene all'esito pratico finale della decisione, sono state le considerazioni svolte sulle pretese restitutorie formulate dal Comune di Venezia sulla base della *voidness* dei contratti⁸⁶. Le stesse, soggette al diritto inglese⁸⁷, sono state dichiarate in larga parte infondate: pur avendo rigettato l'eccezione di prescrizione⁸⁸, il Giudice Foxton ha ritenuto che le banche potessero avanzare una *change of position defence*, ossia un'eccezione in virtù della quale l'*accipiens* di un pagamento non dovuto può rifiutarne la restituzione a certe condizioni, per lo più descritte su base casistica, ma essenzialmente fondate sul fatto che, a causa di un cambiamento di circostanze (per l'appunto, *change of position*), la restituzione porterebbe il destinatario del pagamento di buona fede in una situazione peggiore di quella in cui si sarebbe trovato se nemmeno avesse ottenuto il pagamento (come quando il pagamento ha spinto l'*innocent recipient* a porre in essere una spesa che altrimenti non avrebbe sostenuto)⁸⁹. Tale posizione, che il Giudice Foxton aveva già sostenuto in un'altra decisione (e che però era andata incontro a critiche⁹⁰), viene applicata nel caso di specie

questa informazione, con conseguente impossibilità di applicare l'art. 1338 c.c. Il diverso approccio del Giudice Foxton, posto di fronte a un tema di colpa e di ignoranza della legge, riflette un modo di pensare assai più pragmatico di quello dei giuristi (*rectius*, dei giudici) italiani, che in quest'ambito seguono di fatto ancora una teoria imperativistica (e al contempo dichiarativa) del diritto (v. a tal riguardo anche il successivo § 7).

⁸⁶ §§ 385 ss.

⁸⁷ In forza di una riserva formulata, ai sensi dell'art. 22, all'art. 10, comma 1, lett. e, della Convenzione di Roma (riserva caduta nei confronti del Regolamento Roma I, non rilevante però nel caso di specie), è il diritto internazionale privato inglese a governare l'individuazione della legge applicabile alle questioni restitutorie. E secondo tale plesso normativo tali questioni sono rette dallo stesso diritto inglese, in quanto diritto che presenta la maggiore connessione con i contratti derivati (così come deciso in Busto dalla Giudice Cockerill, apparentemente in contrasto con *Dexia v Comune di Prato* [2016] EWHC 2824 (Comm)).

⁸⁸ Sempre in forza del fatto che «the decision of the Supreme Court in Cattolica represented a fundamental change in the interpretation of the relevant legislative and regulatory provisions» e, quindi, «exercising reasonable diligence, Venice could not have discovered that it had a «worthwhile claim» prior to the Cattolica decision in the Supreme Court».

⁸⁹ Cfr. A. BURROWS, *A Restatement of the English Law of Unjust Enrichment*, Oxford, 2012, 117.

⁹⁰ Essenzialmente fondate sul fatto che la *change of position defence* non potrebbe essere sollevata: i) poiché, in caso di *voidness*, il pagamento è posto in essere sulla

valorizzando i *back-to-back hedging swap* conclusi dalle banche a copertura dell'esposizione derivante dagli *swap* con il Comune di Venezia e il fatto che le banche, al momento del loro perfezionamento, non potessero essere consapevoli della *voidness* degli *swap* (e che, al contrario, fosse facilmente ipotizzabile la conclusione di ulteriori *swap* di ricopertura).

Non è il caso di addentrarsi nelle peculiarità della *law of restitution* inglese: basti, allora, sottolineare che l'intenzione del Giudice Foxton è stata di rispettare i principi della sentenza Cattolica, ma al contempo di rendere rilevante il suo (preteso) carattere di "novità" rispetto al diritto vivente degli anni precedenti e specialmente dell'anno di conclusione dei contratti derivati⁹¹. Proprio su tale base è stato fondato l'accoglimento dell'eccezione: che, sebbene il Giudice Foxton non sia sceso nel dettaglio della "quantificazione" dei pagamenti irripetibili, presumibilmente osta alla restituzione di quei pagamenti che sono serviti e che con ragionevole probabilità serviranno a "pagare" gli *swap* conclusi dalle banche a loro copertura⁹².

base di una *condition* (il diritto *legally enforceable* alla *counterperformance*), la cui *failure* ne consente la ripetizione, e non invece *on what appears to be an unconditional basis*; ii) poiché il *change of position* (qui: il perfezionamento dei *back-to-back hedging swaps*) precede, e non segue, i pagamenti del Comune di Venezia.

⁹¹ § 425: «the outcome which that entails tempers at least some of the consequences which would otherwise flow from a legal development in 2020 leading to a transaction which both parties had treated as binding for nearly 13 years being held to be void from the outset».

⁹² Le ultime pagine della sentenza sono dedicate a talune richieste risarcitorie del Comune di Venezia, limitate nel corso del processo – forse anche per evitare una sovrapposizione con le domande proposte nel procedimento incardinato in Italia – a quelle di violazione dell'obbligo dell'intermediario di diligenza, derivante dal non aver avvertito l'ente locale dell'illiceità dei contratti derivati e delle loro caratteristiche essenziali, tra cui il valore assai negativo del MTM, volto a compensare i costi per la chiusura dello *swap* con Bear Stearns (§§ 431 ss.). Esse sono state rigettate dal Giudice Foxton sulla base di tre considerazioni: a) non vi era alcun obbligo di evidenziare l'illiceità dei contratti derivati (peraltro, al tempo contraddetta dal diritto vivente); b) la violazione di obblighi informativi circa i connotati degli *swap*, anche se dimostrata, non godeva di alcuna rilevanza causale; c) i diritti risarcitori dell'ente locale erano prescritti. La soluzione al punto *sub b)* appare discutibile, giacché l'informazione richiesta alle banche non si limitava – come pare sostenere il Giudice Foxton – al fatto che l'*upfront* era volto a finanziare la chiusura dello *swap* con Bear Stearns, essendo piuttosto volta a chiarire adeguatamente tutte le relative conseguenze (quali la perdita di una correlazione stretta dello scopo di

7. *Un commento finale*

Numerose sono le considerazioni che la sentenza esaminata suscita: ci limiteremo a formularne due, una di metodo e l'altra di merito.

La prima: forse anche perché ampiamente dedicata all'applicazione del diritto italiano (nella prospettiva di un giudice inglese), la decisione rappresenta un esempio emblematico dello stile e della mentalità del giurista d'Oltremarica, in comparazione con quelli italiani.

A parte alcuni profili di immediata evidenza (l'ampiezza – e lunghezza – della sentenza; il notevole approfondimento del fatto; il *distinguishing* con altri precedenti; prima ancora, in chiave procedurale, la speditezza del procedimento, la partecipazione allo stesso di insegna giuristi italiani quali “esperti” chiamati dalle parti a rendere la loro *opinion*) e a parte alcune note di colore (il Giudice Foxton che rimbrotta gli avvocati delle parti, colpevoli di aver formulato *ad abundantiam* domande di cui potevano riconoscere l'infondatezza, o che ringrazia i più giovani avvocati dei due *team* difensivi per il loro apporto o, ancora, che ammette la parziale oscurità di certi temi o che commenta il suo operato in udienza o si dispiace se certi temi non sono stati esaminati maggiormente), quel che più rileva è il peso che la Corte attribuisce alla *certainty* del diritto, in uno con un forte formalismo nella lettura del diritto dei contratti e con un indubbio pragmatismo nella sua applicazione.

Il Giudice Foxton non ha perso occasione per ribadire che la sentenza Cattolica aveva rivoluzionato il diritto vivente in tema di *swap* degli enti locali: e, se pure ciò non gli ha consentito di ignorarla o superarla, per lo meno ha fondato l'accoglimento dell'eccezione di *change of position*. L'idea al fondo è che le banche, in un momento in cui la legislazione era incerta, non potevano immaginare la nullità degli *swap* degli enti locali e dovevano essere difese da un mutamento sopravvenuto della giurisprudenza.

In realtà, si può dubitare della bontà dello scenario dipinto dal Giudice Foxton⁹³. Il quadro, in effetti, è assai più articolato: a) il ricorso

copertura e la natura sostanzialmente speculativa dello *swap*); e tali informazioni, come emerso dalla narrazione dei fatti (qui § 2), non erano a disposizione del Comune.

⁹³ Egli stesso, in diversi passaggi della sentenza, si chiede se la sua percezione del diritto italiano e, in particolare, della contrapposizione tra la posizione dell'ordinamento, quanto ai derivati degli enti locali, prima e dopo la sentenza

agli *swap* da parte degli enti pubblici ha posto delle perplessità sin dai primi anni Duemila, provocando diversi interventi legislativi⁹⁴; b) la giurisprudenza è stata interpellata a proposito dei vizi di questi contratti derivati a partire dal 2008 (salvo alcuni precedenti interventi della Corte dei conti) e ha adottato fin da subito tesi ondivaghe, talora assai a sfavore delle banche⁹⁵; c) a seguito di un'evoluzione giurisprudenziale

Cattolica sia troppo manichea. Nondimeno, egli replica che, quand'anche la differenza non fosse così estrema, il quadro fornito resterebbe sufficientemente fedele alla realtà.

⁹⁴ Peraltro diversi dubbi erano sollevati, sin dai primi anni di operatività in derivati da parte degli enti locali, sia dalla dottrina specialistica (v. E. BOZZA, *Le novità in materia di derivati finanziari e i riflessi sul patto di stabilità 2007-2009*, in *Azienditalia*, 2007, 726, e, con posizione però più cauta, M. TRUDU, *L'up-front come forma di indebitamento. Interpretazioni e implicazioni*, *ivi*, 2008, 471 ss., i quali notavano che l'*upfront* veniva spesso usato per finalità di finanziamento, peraltro di spese correnti e non di investimenti, con conseguente potenziale violazione della normativa costituzionale; G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, cit., IX, che evidenziava le possibili patologie della causa nei derivati solo dichiaratamente di copertura, così come i problemi derivanti dalla finalizzazione dell'*upfront* a spese correnti e dalla mancata approvazione del contratto derivato da parte del Consiglio comunale), sia dalla giurisprudenza, soprattutto contabile: ad esempio, già nell'audizione del 2004 della Corte dei conti (citata alla nt. 2) si affrontava il tema della riconduzione dell'*upfront* a un sostanziale finanziamento (per quanto atipico, come confermato da C. Conti, sez. contr. Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596, cit.; e v. sul punto pure il rapporto intitolato *Gli strumenti di finanza derivata nelle regioni e negli enti locali* delle Sezioni riunite in sede di controllo della Corte dei conti, in *Foro it.*, 2009, spec. 172 ss.).

⁹⁵ In dottrina si è parlato, con riferimento a questa prima stagione, di «convulse vicende giurisprudenziali» seguite alla conclusione da parte degli enti locali di una grande mole di derivati nei primi anni Duemila (così Aur. BENEDETTI, *La giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giornale dir. amm.*, 2013, 1117). Limitandoci alla giurisprudenza relativa ai derivati degli enti locali e temporalmente più vicina al perfezionamento degli *swap* veneziani, possiamo ricordare almeno le seguenti pronunce del giudice civile: Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, n. 5244, cit. (è, come già rilevato, la sentenza di primo grado del caso Cattolica; essa ritiene che lo *swap* con *upfront* non costituisca indebitamento ai sensi degli artt. 119 Cost. e 42 t.u.e.l. e che non vi sia violazione della necessaria finalità di copertura; essa va subito incontro a critiche in dottrina – cfr. la nota di L.N. Zamagni e G. Cedrini in *ilcaso.it* – e viene riformata da C. App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, cit., secondo cui peraltro manca, nei derivati in esame, una “causa razionale”); Trib. Rimini, 12 ottobre 2010, n. 1523, in *ilcaso.it* (dichiara la nullità dello *swap* per mancanza di una sottoscrizione al contratto quadro e per mancata indicazione del diritto di recesso); Trib. Milano, 14 aprile 2011, n. 5118, cit. (sulla nullità di uno *swap*

per sussistenza di un MTM fortemente negativo); Trib. Pescara, 24 ottobre 2012, n. 1308, in *ilcaso.it* (consente la ripetizione da parte di un Comune del MTM negativo di uno *swap*, ritenendolo violativo – quand’anche utilizzato per chiudere derivati già esistenti – delle norme pubblicistiche, anche sull’indebitamento degli enti locali, e qualificandolo come indebitato; sul punto cfr. pure Trib. Pescara, 11 ottobre 2012, n. 1241, in *ilcaso.it*). In sede penale si vedano le decisioni di assoluzione Trib. Torino, 18 agosto 2010, e di condanna Trib. Milano, 4 febbraio 2013, n. 13976, entrambe inedite (ma in senso diverso C. App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, in *dirittobancario.it*); e v. pure Cass. Pen., 21 dicembre 2011, n. 42421, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 363 (volta a escludere la presenza di una truffa in ipotesi di MTM negativo non comunicato all’ente pubblico, per carenza dell’elemento del danno certo e non solo potenziale). Quanto alla giurisprudenza amministrativa e contabile (le cui decisioni possono tutte reperirsi sulle banche dati della giustizia amministrativa e della Corte dei conti), si vedano: T.A.R. Toscana, 11 novembre 2010, n. 6579 (sulla legittimità di un annullamento in autotutela degli atti amministrativi che avevano condotto a concludere dei contratti derivati in cui figuravano costi impliciti non dichiarati; la pronuncia, confermata nei principi dalla pronuncia non definitiva C. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, è stata poi nel merito ribaltata da C. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962); T.A.R. Piemonte, 21 dicembre 2012, n. 1389 e 1390 (sull’assenza di poteri di autotutela indirettamente volto a contestare patologie di un contratto, con conseguente conferma della giurisdizione inglese su tali patologie; la sentenza è stata poi confermata da C. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, e, nel principio di fondo, da Cass., Sez. Un., 9 ottobre 2017, n. 23600, in *Giur. it.*, 2018, 433); T.A.R. Toscana, 21 febbraio 2013, n. 263 (sulla perimetrazione del potere di annullamento di autotutela di atti prodromici alla stipula di contratti di *swap*, ritenuto limitato nella sostanza – perché relativo alle sole delibere volte a individuare l’intermediario con cui contrattare e non a quelle di autorizzazione della rinegoziazione di derivati in essere – e nel tempo – perché da esercitarsi *ex art. 1*, comma 136, l. n. 311/2004, applicabile *ratione temporis*, solo per un triennio –); C. Conti, sez. giur. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376, e poi pure 29 luglio 2009, n. 1891 (secondo cui l’*upfront*, fino alle modifiche legislative del 2008, non poteva considerarsi indebitamento; si ammette però che sussistono opinioni diversi e si motiva, escludendo la responsabilità del funzionario per assenza di dolo o colpa grave, anche per il caso in cui si opinasse in senso diverso); C. Conti, sez. contr. Sardegna, 4 dicembre 2007, n. 478 (per la corrispondenza tra *upfront* e indebitamento, con conseguente necessità di limitare il primo al solo finanziamento delle spese di investimento, con esclusione dunque della destinazione a copertura delle spese correnti)

C. Conti, sez. contr. Lombardia, 28 gennaio 2008, n. 19, e poi anche 30 aprile 2008, n. 60 (a mente delle quali l’*upfront*, costituendo indebitamento, doveva rispettare il dettato dell’art. 119 Cost., oltre alla suddivisione di competenze di cui al t.u.e.l., ferma restando la necessità che lo *swap*, pur dotato di *upfront*, perseguisse effettivamente uno scopo di copertura); C. Conti, sez. giur. Lazio, 10 febbraio 2010,

più che decennale, la Cassazione, con la sentenza Cattolica, ha finito per seguire, sugli *swap* degli enti locali, le tesi più favorevoli agli enti locali⁹⁶.

Ma il punto non è (solo) questo. Anche a voler ritenere (come non è) corretto il quadro disegnato dal Giudice Foxton, va notato che un *common lawyer* come costui, nel risolvere le questioni poste alla sua attenzione, è immediatamente andato a confrontarsi con il diritto vivente del 2007, da un lato esaltando le letture più formalistiche del fenomeno degli *swap* degli enti locali (che un giurista italiano, invece, avrebbe ritenuto quanto meno passibili di smentita in sede giurisprudenziale) e da un altro lato rinvenendo, in modo assai pragmatico e in fin dei conti pure liberale, in un (preteso) cambiamento di giurisprudenza un vero e proprio mutamento del diritto (mentre un giurista del nostro Paese avrebbe seguito, negli esiti, la tesi – o forse meglio la “finzione” – “dichiarativa”, secondo cui la giurisprudenza non crea davvero, ma solo “legge” il diritto)⁹⁷.

n. 245, e C. Conti, sez. giur. Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259 (entrambe volte a escludere la responsabilità erariale, stante la possibile convenienza degli *swap*, se tenuto conto della loro intera durata, e stante la difficoltà di individuare un danno certo nella loro conclusione). In dottrina v. soprattutto F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, cit.

⁹⁶ Dando vita a un orientamento poi ribadito dalle altre (sparute) pronunce italiani sugli *swap* degli enti locali: v. ad esempio Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit.

⁹⁷ Gli istituti volti a limitare la responsabilità per aver violato il diritto in quanto non conoscibile e per evitare che i cambiamenti di orientamenti giurisprudenziali valgano per il passato trovano, nella giurisprudenza italiana, un’applicazione limitata: ciò che rimanda a una visione non solo meno pragmatica del diritto, ma anche più imperativistica. Si confronti la precedente nt. 85, e si tenga pure a mente la limitata operatività in Italia del *prospective overruling*, i cui esempi più noti riguardano casi in cui nuovi orientamenti giurisprudenziali hanno modificato il modo di intendere la scadenza di termini processuali, così intervenendo in ambiti pregni di esigenze di certezza e connotati da una notevole rigidità e creando la base per una rimessione in termini per errore scusabile *ex art. 153, comma 2, c.p.c.*: v. CASS., Sez. Un., 9 settembre 2010, n. 19246, in *Foro it.*, 2010, I, 3014 (sul termine per la costituzione del debitore che abbia notificato un’opposizione a decreto ingiuntivo), e *ivi* anche diverse decisioni di merito in senso favorevole alla rimessione in termini, e Cass., 18 settembre 2020, n. 19596, in *dejure* (sull’onere per il creditore opposto, anziché per il debitore opponente, di promuovere la procedura di mediazione obbligatoria), nonché Trib. Napoli nord, ord. 3 dicembre 2020, e Trib. Salerno, ord. 27 maggio 2021, inedite (a favore della rimessione in termini), e invece Trib. Frosinone, 4 ottobre 2021, n. 932, inedita (in senso contrario).

Detto in altri termini: egli ha guardato alle previsioni normative in essere al 2007; in mancanza di giurisprudenza sul punto, le ha intese in modo formalistico, ritenendo che solo ciò fosse concesso dalla “piana lettura delle norme”; ha visto nella giurisprudenza successiva un *revirement*, culminato in Cattolica (decisione a suo dire “profondamente creativa”); ha ritenuto che, con riferimento ai temi della finalità di copertura e della funzione di indebitamento di certi *swap*, nei primi anni Duemila le banche non potessero nemmeno ipotizzare, tra quelli possibili, uno scenario giurisprudenziale quale quello attuale⁹⁸. Al contrario, un giurista italiano⁹⁹ – indipendentemente dal fatto di concordare o meno nel merito con le posizioni di Cattolica sui derivati degli enti pubblici – avrebbe ammesso che, negli anni Duemila, non vi era alcuna interpretazione pacifica delle disposizioni normative in essere e che a seconda delle opinioni, e pure delle scelte assiologiche di fondo di ciascun interprete, le si sarebbero potute leggere (come, più in generale, tutto il fenomeno degli *swap*¹⁰⁰) in modo ora più sostanzialistico, ora meno¹⁰¹.

⁹⁸ Peraltro – e lo nota pure il Giudice Foxton – proprio in Inghilterra sin dagli anni Novanta si è dubitato della validità degli *swap* degli enti locali: il che permetteva agli istituti di credito, quand’anche operanti in altre giurisdizioni, di ipotizzare che tali derivati potessero essere afflitti da patologie corrispondenti. Cfr. sul punto *Hazell v Hammersmith and Fulham London Borough Council* [1992] 2 A.C. 1, commentata da G. CATALANO, “Swaps”: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana, in *Foro it.*, 1992, IV, 309 ss.

⁹⁹ Cfr. a tal riguardo Aur. BENEDETTI, *L’eredità della “sentenza Cattolica” delle Sezioni Unite in tema di contratti in strumenti derivati dei Comuni*, in *Riv. C. Conti*, 2022, 62 ss.

¹⁰⁰ La stessa dottrina ha sostenuto, soprattutto tra gli anni Novanta e Duemila, ora posizioni più sostanzialistiche, ora più formalistiche sul fenomeno degli *swap*: ad esempio, talvolta affermando e talaltra negando la natura aleatoria del contratto (v. ad esempio, e rispettivamente, B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, 614; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*², Milano, 2011, 74 ss.).

¹⁰¹ Lo conferma il fatto stesso che già nel 2007 siano state avviate iniziative giudiziali tese a far valere gli argomenti poi posti a base della sentenza Cattolica (basti pensare che il contenzioso sfociato in questa pronuncia era iniziato proprio nel 2007 e che, a testimonianza del fatto che già in quegli anni le tesi poi accolte dalle Sezioni Unite non erano percepite come platealmente infondate, la sentenza di primo grado, pur favorevole alle banche, aveva compensato le spese di lite stante «la novità e la complessità delle questioni e i profili di criticità che le tesi contrapposte ciascuna hanno»).

Il risultato è che, mentre il Giudice Foxton di fatto ha ampiamente assolto gli istituti di credito, la nostra giurisprudenza assai difficilmente avrebbe fatto ricorso, in un caso del genere, a un *prospective overruling* e comunque non avrebbe mandato esenti le banche dalle conseguenze restitutorie della nullità degli *swap*¹⁰². E verrebbe da chiedersi quale sia la ragione per cui il nostro sistema accetti di buon grado una determinata soluzione che altrove stona: probabilmente gode di un peso notevole la tendenza sostanzialistica dell'interpretazione giuridica degli ultimi decenni, che ha abituato il giurista italiano a leggere in senso funzionale le disposizioni normative (anche al costo di giungere a risultati ermeneutici antiletterali) e che al contempo impone di tollerare l'ampio margine di vaghezza che connota il diritto dei contratti (margine di vaghezza che, a sua volta, riesce a venire accettato dall'ordinamento proprio perché è tollerato anche a livello socio-economico, culturale e pure giuridico)¹⁰³.

¹⁰² V. proprio a tal riguardo D. MAFFEIS, *I derivati in Italia e a Londra: la change of position e la perdurante distanza tra giurisprudenza italiana e inglese*, in *giustiziacivile.com*.

¹⁰³ E forse, rispetto al nostro tema, vi è anche qualcosa in più. È ormai appurato che, nel clima dei primi anni Duemila, le banche sono state spesso superficiali nel vendere i derivati, mentre, al contempo, l'educazione finanziaria presso i clienti, anche pubblici, era praticamente assente: lo confermano le vicende sottese ad alcuni giudizi erariali, quale quello, umbro, sfociato in un'assoluzione del funzionario in primo grado – C. Conti, sez. giur. Umbria, 9 maggio 2012, n. 44 – e poi in una sua condanna in appello, per non aver chiesto il tempestivo ausilio di periti, a nulla rilevando, secondo il Collegio, la presenza di condotte gravemente reticenti da parte della banca – C. Conti, sez. II giur. appello, 7 dicembre 2016, confermata da Cass., Sez. Un., 9 ottobre 2018, n. 9680 –; parimenti, lo attestano i fatti di numerose cause civili, in seno alle quali si è constatato che gli enti pubblici – e pure i privati – spesso erano portati a rinegoziare vecchi *swap* dalle banche, le quali non rivelavano affatto che la rinegoziazione conservava e anzi cristallizzava il valore negativo dello *swap* che veniva chiuso, ma anzi lasciavano supporre al cliente che il nuovo derivato – spesso inevitabilmente slegato dall'originario scopo di copertura – avrebbe di per sé automaticamente assorbito le perdite: v. ad esempio C. App. Trento, 5 marzo 2009, n. 46, in *ilcaso.it*; in dottrina v. M. TRUDU, *L'ente locale*, cit., 1107, nonché G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: margini di utilità e rischi*, cit., IX e XI (peraltro, anche nel caso veneziano deciso dal Giudice Foxton risulta che i funzionari del Comune avessero frainteso il funzionamento della rinegoziazione dello *swap*: v. qui il § 2; assai minoritarie, anche se non inesistenti, sembrano essere le ipotesi in cui enti pubblici e privati ben conoscevano il funzionamento dei derivati e hanno cercato in seguito, pretestuosamente, di cavalcare gli orientamenti

Va da sé che tale contrapposizione tra ordinamenti non può essere esagerata: essa, difatti, non corrisponde a uno scarto netto tra sistemi, ma piuttosto a una maggiore o minore rilevanza di certi principi (e di certi valori). Così, non si può nascondere come pure in Italia la sentenza Cattolica abbia suscitato un vivace dibattito inerente all'imposizione, sostanzialmente retroattiva, alle banche di oneri e obblighi che in alcun modo esse avrebbero potuto evincere dalla legislazione in vigore nei primi anni Duemila. Tuttavia, ciò è avvenuto non già con riferimento alle regole circa l'accesso agli *swap* da parte degli enti locali (inerenti allo scopo, necessariamente di copertura, e all'eventuale natura di indebitamento), ma piuttosto con riguardo a quel § 9 della decisione, che forse ne rappresenta il nucleo più importante, con cui le Sezioni Unite hanno affermato la nullità di tutti gli *swap* conclusi senza l'indicazione di MTM, costi impliciti (od occulti) e scenari probabilistici di evoluzione dei tassi¹⁰⁴.

giurisprudenziali più sensibili alle loro esigenze di tutela: cfr. G. ASTEGIANO, *Enti territoriali e strumenti finanziari derivati: ristrutturazione e responsabilità*, cit., XVIII). Il che, se evidentemente porta a un atteggiamento pregiudiziale, se non di punizione, di diffidenza verso gli istituti di credito, da un punto di vista giuridico (di forza degli argomenti) conduce di regola a ritenere che le banche conoscevano o comunque potevano accorgersi della reale natura degli strumenti che vendevano e dovevano adottare, anche nella lettura della legislazione del tempo, una posizione più sostanzialistica (o per lo meno non potevano escludere che essa sarebbe stata adottata dalla giurisprudenza): con la conseguenza che il peso degli argomenti formalisti (ad esempio: l'esigenza, per poter svolgere l'attività bancaria, di poter fare affidamento su interpretazione certa delle disposizioni normative) viene assai ridotto. Ovviamente, non si può nascondere che questo quadro evidenzia delle inefficienze, culturali prima ancora che regolatorie, notevoli: si assiste a una sorta di scontro tra sistemi *à la* Teubner, ciascuno con la sua logica (il mondo della finanza e quello dei clienti); essi, in mancanza di una tendenza del primo a fornire ausilio all'operatore disinformato e di una predisposizione culturale e finanziaria del secondo nel dialogo con gli istituti di credito, finiscono inevitabilmente per confliggere; il legislatore, accortosi del problema in ritardo (come inevitabilmente è, in un mondo ipercomplesso), interviene in modo limitato e solo per il futuro; è la giurisprudenza a dover rappezzare la situazione per il passato (necessariamente prendendo una posizione, anche politica, nella contrapposizione tra logiche diverse).

¹⁰⁴ Con riferimento alla nullità dello *swap* per mancata indicazione del MTM, dei costi occulti e degli scenari probabilistici in effetti lo sforzo creativo della giurisprudenza è stato molto profondo (T.N. POLI, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corr. giur.*, 2020, 1501; la stessa C. App. Milano, 14 dicembre 2022, n. 3939, cit., pur applicando il principio espresso da

Passiamo alla seconda considerazione, questa volta di merito.

Proprio i profili di cui al § 9 della sentenza Cattolica, che peraltro costituiscono l'eco di una ben nota tesi dottrinale¹⁰⁵, non sono stati presi

Cattolica, sente la necessità di giustificarne la vigenza anche nei primi anni Duemila, ritenendolo “ricavabile dal sistema”; a tal riguardo v. pure A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap*, cit., XVI, richiamato dallo stesso Giudice Foxton) e secondo molti autori addirittura troppo profondo, avendo superato i limiti di una funzione schiettamente giurisdizionale e avendo tradito l'affidamento che le banche potevano riporre sul diritto vivente dei primi anni Duemila (M. ANOLLI e A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in questa *Rivista*, 2020, 195 ss.; R. LENER e C. CIPRIANI, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 768 ss.; P. DE GIOIA CARABELLESE e M. LEMBO, *I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal British Statute). Una analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo “Busto Arsizio v. Deutsche Bank”*, in *Società*, 2022, 607 ss.; R. RISTUCCIA e A. PETRONE, *Riflessi di Cass. SS.UU. 8770/2020 su derivati (e non solo) stipulati da soggetti privati. Dubbi sulla compatibilità della decisione con il diritto europeo*, in *dirittobancario.it*; alcuni ulteriori spunti in F. PISTELLI, *La scommessa irrazionale dell'ente locale*, in *Pers. merc.*, 2020, 411 ss.). Tesi, questa, che a parere di chi scrive attesta quanto meno la preferibilità di sanzionare la mancata *disclosure* degli elementi poc'anzi menzionati tramite un rimedio risarcitorio, anziché caducatorio (cfr. nt. 107).

¹⁰⁵ D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in questa *Rivista*, 2013, 2 ss., e ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap fra banche e clienti*, Milano, 2014, 20 ss. Già in precedenza cfr. E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 564. In giurisprudenza, nel tempo precedente alla decisione Cattolica, v. (con alcune lievi oscillazioni) C. App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, II, 278 (su cui v. in particolare D. IMBRUGLIA, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*, in *Pers. merc.*, 2014, 332 ss.); Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *ilcaso.it*; Trib. Milano, 13 febbraio 2014, n. 2145, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 12 settembre 2016, n. 10049, in *Contratti*, 2018, 67; C. App. Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 9 marzo 2018, n. 2807, in *Nuova giur. comm.*, 2018, 1381; C. App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Contratti*, 2019, 139. Non mancano decisioni in senso espressamente contrario: v. per tutte Trib. Milano, 22 dicembre 2015, n. 14622, inedita; Trib. Parma, 20 giugno 2016, in *expartecreditoris.it*; C. App. Milano, 11 giugno 2018, n. 2859, in *dirittobancario.it*; C. App. Milano, 27 dicembre 2018, n. 5788, in *Società*, 2019, 461. Dopo la sentenza Cattolica v. in particolare: in senso favorevole al principio di cui al § 9 (talvolta con qualche lieve oscillazione, soprattutto in ordine al requisito dell'indicazione del MTM: v. nt. 112), peraltro quasi sempre applicato a *swap* conclusi da privati, Cass., 6 settembre 2021, n. 24014, cit.; Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in *dejure*; Trib.

in esame dal Giudice Foxton, il quale ha tra l'altro ritenuto che i requisiti di causa e oggetto non interferiscano con la questione di *capacity*¹⁰⁶.

Benché all'apparenza corretta, la decisione qui in disamina avrebbe potuto essere più coraggiosa¹⁰⁷.

Milano, 31 gennaio 2023, n. 778; C. App. Milano, 14 dicembre 2022, n. 3939; C. App. Roma, 6 dicembre 2022, n. 7900; Trib. Verona, 8 novembre 2022, n. 1996; C. App. Firenze, 7 ottobre 2022, n. 2221; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654; Trib. Milano, 22 luglio 2022, n. 6547; Trib. Milano, 31 maggio 2022, n. 4819; Trib. Venezia, 13 aprile 2022, n. 696, cit. (questa relativa a derivati di un ente locale); Trib. Venezia, 4 aprile 2022, n. 368; C. App. Milano, 18 novembre 2021, n. 3382; Trib. Milano, 23 settembre 2021, n. 7661; Trib. Milano, 14 luglio 2021, n. 6157; C. App. Torino, 16 giugno 2021, n. 686; C. App. Torino, 10 giugno 2021; Trib. Firenze, 27 aprile 2021, n. 1145; C. App. Torino, 11 marzo 2021, n. 277; Trib. Roma, 8 febbraio 2021 (tutte inedite a quanto consta); in senso contrario C. App. Palermo, 6 agosto 2022, n. 1359, e C. App. Venezia, 31 maggio 2022, n. 1256, anch'esse inedite, le quali non hanno condiviso la tesi della causa aleatoria razionale al centro del § 9 di Cattolica: a quanto pare rifiutandola con riferimento a tutti gli *swap*, indipendentemente dalla natura privata o pubblica del cliente (meno rilevante Trib. BOLOGNA, 5 gennaio 2021, che, presumibilmente, non ha tenuto conto di Cattolica perché pubblicata solo poche settimane della data di delibera della decisione). La tesi in dottrina ha incontrato non poche critiche: v. qui per tutti A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, 2403 ss.; A. BARTALENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, 1122 ss.

¹⁰⁶ Il ragionamento – che si legge ai §§ 351 ss. – è nel senso che i problemi dell'alea razionale non intercettino la *capacity*, ma causa od oggetto del contratto (così si era espressa anche la Giudice Cockerill in Busto, §§ 206 ss.); di qui, il Giudice Foxton si è chiesto se i requisiti di causa e oggetto possano costituire regole imperative ai sensi dell'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma, in quanto volti al perseguimento di una certa *public policy*, o meno, in particolare perché corrispondenti a principi per così dire tecnici, ma non politici, di un dato sistema. Nella sentenza non si dà risposta a tale quesito, esposto solo in un *obiter*: come si ricorderà, infatti, la decisione esclude l'applicazione al caso di specie dell'art. 3, comma 3, della Convenzione di Roma (v. il precedente § 6).

¹⁰⁷ Lo si dice guardando allo stato del diritto italiano: e pur senza negare che a chi scrive, per le motivazioni già indicate in A.M. GAROFALO, *Interest rate swap*, cit., 2020, 1345 ss., e a ID., *Un anno dopo*, cit., 472 ss., appare poco condivisibile la tesi della "causa aleatoria razionale" (sia per i suoi esiti pratici sproporzionati, sia per i suoi insostenibili riflessi sistematici). Come nota il Giudice Foxton, i problemi di invalidità degli *swap* sono stati sollevati, di regola, per superare i limiti connaturati al rimedio risarcitorio fondato, in particolare, sul difetto di informazione (§ 170), ritenuto inadeguato (sia perché coloro che chiedevano tutela contro le banche

Le Sezioni Unite, in effetti, hanno posto un requisito di causa, che talvolta è stato però collegato (dalla stessa sentenza Cattolica¹⁰⁸) all'oggetto e talaltra (almeno in dottrina¹⁰⁹) all'accordo: il che già fa emergere un certo margine di genericità, che apre spazi ricostruttivi all'interprete (e alla sua riqualificazione del vizio in parola). Ma vi è anche un altro punto, ancora più importante: la Cassazione ha innestato tutto il § 9 della sentenza Cattolica su altre tesi (sempre di derivazione dottrinale¹¹⁰), le quali impongono di leggere in una prospettiva parzialmente diversa il problema della mancata indicazione del MTM, degli scenari probabilistici e dei costi occulti.

Si legge infatti, in uno dei primi paragrafi di Cattolica, che lo *swap* è un contratto socialmente tipico, che di per sé sarebbe sovrapponibile a una scommessa¹¹¹, ma che, dovendo essere guardato con le lenti tipiche del mondo della finanza (in seno al quale esso è nato e nell'ambito del quale assume il suo senso), da una scommessa finisce per distinguersi. Questa distinzione – tra *swap* e scommessa – sarebbe lasciata a un criterio troppo vago, se il legislatore non avesse deciso di affidarla a un parametro rigido, dettato dall'art. 23, comma 5, t.u.f.: è *swap* quello che è concluso tra intermediari o tra un cliente e un intermediario; al di fuori, il contratto – anche strutturalmente identico – è scommessa.

Se è la presenza di un intermediario ad attrarre il contratto alla dimensione “finanziaria”, anche in chiave funzionale (ossia causale), ben si comprende che la mancata *disclosure* di certi elementi dello *swap*

apparivano il più delle volte quali operatori qualificati e comunque informati, sia perché il diritto al risarcimento è soggetto a prescrizione). Del resto, proprio al termine della sua decisione il Giudice Foxton ha ritenuto prescritti gli eventuali diritti risarcitori del Comune di Venezia (§ 459): ciò che, se può spiegare il successo pratico della tesi della “causa aleatoria razionale”, non lo giustifica teoricamente (tanto più che gli esiti ritenuti ingiusti potrebbero essere superati semplicemente spostando in avanti il *dies a quo* della prescrizione, come già spesso avviene per gli illeciti lungolattenti e come avviene ai sensi dell'art. 1442 c.c. per quei vizi informativi “completi” che sono dolo ed errore).

¹⁰⁸ Lo nota anche M. BARCELLONA, *La Cassazione e i derivati: tra pessime argomentazioni e condivisibili conclusioni*, in *Nuova giur. comm.*, 2022, 451 ss.

¹⁰⁹ V. D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 1106.

¹¹⁰ Si permetta il rinvio a A.M. GAROFALO, *Aleatorietà*, cit., 275 ss., e spec. 284.

¹¹¹ §§ 5.1 ss., poi ripresi al § 9.4.

(a volerla ritenere un requisito rigidamente formale, ossia di forma informativa, o soltanto di informazione, e quindi suscettibile di equipollenti¹¹²) rileva per il fatto che non consente, al cliente, di entrare in quella dimensione “finanziaria” che di per sé non gli è propria. La conseguenza, secondo il diritto italiano, è in effetti quella dell’abuso del tipo e, quindi, del vizio causale.

Nell’ottica del diritto internazionale privato inglese, e quindi alla luce di una qualificazione “internazionalistica” della *capacity* e di una rilettura, in quest’ottica, delle norme della *lex incorporationis*, ci si potrebbe chiedere se la regola in parola – non conoscendo il sistema inglese le categorie dell’“abuso del tipo” e dell’“immediatezza” – debba essere vista come volta a sancire una sorta di incapacità giuridica speciale: l’incapacità, per l’appunto, di accedere al “tipo *swap*” in mancanza di certi elementi di fatto aggiuntivi (una sorta, cioè, di incapacità giuridica, come quella del minore di contrarre matrimonio e di accettare l’eredità senza beneficio di inventario)¹¹³. Del resto, in precedenza si è visto come le questioni di immediatezza di uno *swap*, concluso per finalità di copertura, ma nei fatti disassato da tale scopo,

¹¹² Il Giudice Foxton (al § 172) ha sposato la prima opinione; viceversa, la Giudice Cockerill, che affrontava in un *obiter* di Busto la questione (ai §§ 266 ss.), condivideva la seconda tesi (in modo, a parere di chi scrive, apparentemente contrario al *dictum* di Cattolica, che sembrerebbe optare per la prima ricostruzione, ma più condivisibile dal punto di vista dei principi e delle regole del diritto italiano: cfr. A.M. GAROFALO, *Un anno dopo*, cit., 479). La giurisprudenza successiva alla sentenza Cattolica per lo più non ha avvertito la necessità di prendere posizione sulla questione (negli *swap* conclusi negli anni Duemila di norma i requisiti in parola non solo non figuravano quali elementi formali del contratto, ma nemmeno erano stati indicati durante le fasi precontrattuali). Nondimeno, le decisioni più recenti appaiono più vicine alla tesi che collega i requisiti in esame a un’esigenza di forma; a tal riguardo si vedano, ad esempio, Cass., 10 agosto 2022, n. 24654, cit., e Trib. Milano, 31 gennaio 2023, n. 778, cit. (la quale, peraltro, intende l’esplicitazione del MTM come indicazione della formula per determinarlo, omettendo di considerare: i) che il MTM solitamente non è calcolato dalla banca, ma è il valore medio tra i valori di *bid* e *offer* di un certo derivato – o di una pluralità di derivati, nel caso di *swap* con *cap* e *floor* – in un dato momento; ii) che la necessità di individuare in contratto il criterio di calcolo del MTM non ha nulla a che vedere con la tesi della causa aleatoria razionale, ma piuttosto riguarda l’indeterminatezza del parametro su cui calcolare il costo di chiusura del derivato).

¹¹³ Applicando i *test* del Giudice Foxton (§§ 112 ss.), appare in effetti che le regole volte a imporre limitazioni all’accesso a un tipo non vietino di per sé la conclusione di certi contratti, né ne suppongano l’illiceità, ma sanciscano piuttosto una limitazione a carico di certi soggetti (per la loro stessa protezione).

siano state collegate dal Giudice Foxton a un *lack of capacity* dell'ente, impossibilitato a perfezionare *swap* di (sola) speculazione.

Se questo ragionamento fosse corretto e fosse accettato dalle Corti inglesi, si aprirebbero per i soggetti – il riferimento va qui, beninteso, agli enti tanto pubblici quanto privati¹¹⁴ – che hanno concluso *swap* sottoposti al diritto e alla giurisdizione inglese nuove prospettive di contenzioso: nell'attesa di sapere se il Giudice d'appello si pronuncerà sul caso dei derivati veneziani e confermerà, o ribalterà, le tesi del Giudice Foxton¹¹⁵.

¹¹⁴ Quanto alla capacità delle persone fisiche, sembra potersi adottare una soluzione analoga, quantunque su punto il diritto internazionale privato inglese non sia di univoca e pacifica interpretazione (cfr., per uno sguardo d'insieme, E.A. FREDERICKS, *Contractual Capacity in Private International Law*, Universiteit Leiden, 45 ss.).

¹¹⁵ Proprio con riferimento all'eccezione di *change of position* è lo stesso Giudice Foxton a rimettere la questione all'"inevitabile appello" (§ 425).