

Francesco Caputo Nassetti

FIAT IUSTITIA RUAT CAELUM

Estratto

THE COURT OF APPEAL ON THE HIGH COURT OF JUSTICE, Queen's Bench Division,
Business and Property Courts of England and Wales, 13 dicembre 2023, EWHC 2586 —
Banca Intesa Sanpaolo Spa, Dexia Credit Local Sa c. Comune di Venezia (*).

**Strumenti finanziari derivati - Rinegoiazione di contratto derivato con ente pubblico -
Upfront e scopo di copertura o di speculazione - L'upfront come indebitamento:
insussistenza.**

*La cessione del contratto derivato con mark-to-market negativo per l'ente pubblico
contraente ceduto pagato dal cessionario al cedente non muta la finalità (di copertura) del
derivato e non rappresenta indebitamento per l'ente pubblico (1).*

Fiat iustitia ruat caelum.

SOMMARIO: 1. La vicenda. — 2. La sentenza di primo grado. — 3. I motivi dell'appello. — 4. Il fine
di copertura e l'upfront nella fattispecie. — 5. Le tipologie di upfront.

1. *La vicenda.* — Il 23 dicembre 2002 il Comune di Venezia emise un titolo obbligazionario a tasso variabile (*floating rate bond*) denominato Rialto Bond con scadenza ventennale (23 dicembre 2022). Contemporaneamente il Comune concluse con la banca Bear Stearns un contratto derivato avente piano di ammortamento e ammontare nozionale uguale al Rialto Bond al fine di gestire il rischio interessi derivante dallo stesso. Il contratto derivato consisteva in un *collar*, cioè la combinazione di un *cap* ed un *floor*. Il *cap* sul tasso variabile rappresenta il livello massimo oltre il quale le banche erano tenute a pagare la differenza tra il tasso variabile del Rialto Bond ed il *cap*, mentre il *floor* rappresenta il tasso minimo che il Comune si impegnava a pagare qualora il tasso variabile del Rialto Bond fosse inferiore al *floor*. Qualora il tasso variabile del Rialto Bond fosse tra il *cap* ed il *floor* (o, che dir si voglia, entro il *collar*) nessun pagamento era previsto tra le parti. Il derivato era quindi di copertura.

Il contratto fu modificato nel 2003 e 2004. Dopo le modifiche il Comune era esposto al rischio di pagare un tasso fisso del 5,45% e allo stesso tempo era protetto dal rischio nel caso in cui il tasso variabile del Rialto Bond fosse superiore a 7%. La funzione di copertura rimaneva inalterata.

Nel 2007 il Comune lagunare propose di modificare il Rialto Bond allungandone la scadenza al 2037 e modificando altri termini finanziari del titolo (d'ora innanzi il Rialto Bond Ristrutturato). Conseguentemente il contratto derivato non era più allineato al Rialto Bond Ristrutturato, in particolare la scadenza ed il piano di ammortamento. Bear Stearns non era disponibile a modificare il contratto derivato e il Comune di Venezia concluse un accordo con Bear Stearns, Banca Intesa Sanpaolo Spa e Dexia Credit Local Sa (queste ultime due d'ora in poi le Banche) con la seguente forma. Bear Stearns, le Banche e Venezia conclusero un *ISDA novation agreement confirmation*, cioè un contratto in base al quale il 68% dell'importo nozionale di Bear Stearns è stato "novato" a Banca Intesa Sanpaolo in cambio di una commissione (*novation fee*) di € 5.484.200 e il 32% dell'importo nozionale dello swap Bear Stearns è stato "novato" a Dexia in cambio di una commissione di € 2.580.800, entrambe pagate dalle Banche a Bear Stearns. Le commissioni riflettevano il valore per Bear Stearns

(*) Il testo della sentenza di primo grado si può trovare all'indirizzo Banca Intesa Sanpaolo SPA & Anor v Comune Di Venezia [2022] EWHC 2586 (Comm) (14 October 2022) (www.bailii.org), mentre la sentenza di appello qui commentata si può trovare all'indirizzo Banca Intesa Sanpaolo Spa & Anor v Comune Di Venezia [2023] EWCA Civ 1482 (13 December 2023) (www.bailii.org).

(ovvero il valore negativo *mark-to-market* a suo favore) dello swap Bear Stearns al momento della “novazione”. Per chiarezza si ricorda che il termine “*novation*” corrisponde nel caso di specie alla cessione di contratto del diritto italiano. Le Banche sono quindi subentrate nei panni di Bear Stearns, come risulta chiaramente dai termini del contratto ISDA. Il contratto prevede esplicitamente che ciascuna parte agisce per proprio conto. L’effetto del contratto fu quello di trasferire pro-rata alle Banche diritti e obblighi di Bear Stearns (in riferimento al quale il *mark-to-market* negativo era calcolato).

Poiché i termini del contratto derivato ceduto da Bear Stearns non erano allineati con quelli del Rialto Bond Ristrutturato, esso necessitava di essere modificato per mantenere la copertura del rischio interessi. Il Comune di Venezia e le Banche, dunque concordarono nuovi termini ed in particolare concordarono un nuovo *collar* ed una data di scadenza estesa corrispondente al Bond Rialto Ristrutturato. Il Comune di Venezia ha beneficiato ancora una volta di un tetto al tasso variabile dovuto ai sensi del Rialto Bond Ristrutturato e ha accettato di pagare un tasso fisso se il tasso variabile fosse sceso al di sotto della soglia minima. I nuovi termini dei contratti derivati tra il Comune e le Banche corrispondevano a Rialto Bond Ristrutturato in termini di data di scadenza, tasso di interesse pagato dalle Banche, importo nozionale e il piano di ammortamento. Tuttavia, come sarebbe avvenuto con qualsiasi rinegoziazione tra controparti di un’operazione esistente (ad esempio se Bear Stearns avesse accettato di modificare lo swap come richiesto da Venezia), i termini dei contratti ceduti riflettevano necessariamente l’esistente *mark-to-market* negativo (verso Venezia) con l’innalzamento del *floor* ad un livello tale che consentisse alla Banche di recuperare il *mark-to-market* cristallizzato al momento della cessione del derivato. Separatamente le Banche hanno stipulato operazioni di “back-to-back” con altre banche per coprirsi dai rischi finanziari generati dai contratti con il Comune di Venezia.

Il 31 ottobre 2008, sei settimane dopo il collasso di Lehman Brothers, il Comune di Venezia ricevette una lettera dal Presidente del Consiglio comunale che chiedeva chiarimenti sui derivati e domandava se potessero essere risolti qualora fossero considerati speculativi.

Nel 2009 e 2010 iniziarono diverse controversie tra enti pubblici italiani e banche regolati dal diritto inglese nelle quali gli enti pubblici chiedevano sostanzialmente la nullità dei contratti derivati in quanto vietati dalla legge italiana. Il più importante di questi casi fu tra Dexia Crediop Spa ed il Comune di Prato che vide rigettate le proprie richieste. Il giudice confermò che il Comune aveva la capacità di concludere il contratto, che non vi era alcun divieto nel diritto italiano a concludere swap speculativi e che lo swap non costituiva una forma di indebitamento ⁽¹⁾.

Nel giugno 2019 il Comune di Venezia agì in giudizio di fronte al giudice italiano per chiedere il risarcimento del danno derivante dalla violazione di obblighi contrattuali ed extracontrattuali in relazione ai contratti derivati con la Banche.

Nell’agosto del 2019 le Banche iniziarono la causa presso il giudice inglese chiedendo la conferma giudiziale in merito alla validità ed efficacia dei contratti derivati.

Il 12 maggio 2020 le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno emesso la nefasta sentenza n. 8770/20, nota come la sentenza Cattolica in quanto riguarda una disputa tra la Banca Nazionale del Lavoro e il Comune di Cattolica. Questa sentenza rappresenta un cambio sostanziale della giurisprudenza ed ha causato uno tsunami di cause miranti ad ottenere la nullità di contratti derivati conclusi — ed a volte anche terminati — anni prima di tale pronunciamiento. Tra queste cause alcune sono state giudicate dai giudici inglesi e la più importante da citare è tra Deutsche Bank AG contro il Comune di Busto Arsizio ⁽²⁾; in tal caso la validità del contratto fu confermata nonostante il citato giudizio delle Sezioni Unite.

Le richieste del Comune di Venezia, che inizialmente non contestò la validità dei contratti, furono modificate con una sostanziale *mutatio libelli* appiattendosi sulla sentenza Cattolica e

⁽¹⁾ Sentenza 25 giugno 2015, EWHC 1746 (Comm). La sentenza fu confermata anche in appello nel 2017, EWCA Civ 428.

⁽²⁾ Sentenza 12 ottobre 2021, EWHC 2706 (Comm).

chiedendo la nullità dei contratti in quanto speculativi e rappresentanti una forma di indebitamento vietato.

2. *La sentenza di primo grado.* — Il giudice di primo grado, la High Court of Justice, stabilì che i contratti erano nulli in quanto il Comune di Venezia non aveva i poteri per concluderli in base alla legge italiana perché essi erano speculativi e creavano indebitamento vietato dall'art. 119, sesto comma, della Costituzione italiana. Tale concetto in termini di diritto inglese si sostanzia nell'assenza di capacità a contrarre (*lack of capacity*).

L'argomento principale utilizzato per sostenere la natura speculativa dei derivati è stato il fatto che il *mark-to-market* iniziale dei contratti derivati ceduti alle Banche fosse ampiamente negativo (circa euro 10,5 milioni complessivi) a favore delle Banche e che il valore del *floor* fosse circa cinque volte il valore del *cap*. Il giudice ha considerato che i nuovi livelli del *collar* riflettevano sia lo scopo di ridurre i rischi di variazione del tasso variabile del Rialto Bond Ristrutturato ma anche di coprire la commissione pagata dalle Banche a Bear Stearns per la cessione del contratto derivato (il tasso minimo — *floor* — non era allineato alla curva *forward* di mercato, ma teneva conto del *mark-to-market* del derivato Bear Stearns al momento della cessione). Questo elemento — secondo il giudice di primo grado — caratterizza i derivati ceduti come speculativi in quanto si è cercato di rimediare un evento passato sfavorevole.

Il giudice rileva che sebbene non esista una chiara definizione nel diritto italiano di derivato di copertura o speculativo, la sentenza Cattolica stabilisce che l'ente pubblico aveva la capacità di concludere contratti derivati fino all'entrata in vigore della legge finanziaria 2013, ma soltanto per derivati di copertura. Il Regolamento Consob del 1999, ripreso dalle Sezioni Unite, stabilisce che il derivato è di copertura se è esplicitamente legato al debito sottostante e se vi è alta correlazione tra il derivato ed il debito.

Il giudice inglese ha ritenuto che la cessione del derivato abbia comportato la modifica dei termini contrattuali per coprire i costi di liquidazione della Bear Stearns. Il risultato dei contratti con le Banche con il loro *mark-to-market* sostanzialmente negativo è stato "simile a prendere in prestito denaro ma invece di ripagarlo in termini prevedibili, effettuando una scommessa con una gamma di possibili risultati. Forse Venezia non avrebbe mai dovuto ripagare denaro se i tassi fossero improvvisamente saliti ben al di sopra il *cap* e fossero rimasti lì per tutta la durata dello scambio. Al contrario, il Comune di Venezia avrebbe dovuto — come è accaduto in effetti — ripagare anche un multiplo di quanto preso in prestito a causa dell'impatto del *floor*. L'unica base razionale per procedere in questo modo è la possibilità che la scommessa avrebbe potuto funzionare meglio rispetto all'ipotesi in cui il Comune avesse semplicemente pagato il costo della cessione della Bear Stearns. Prendere in prestito denaro a condizioni che forse non sarà mai necessario ripagarlo, o al contrario si rischia di dover rimborsare una somma molto maggiore, o che comporterà di pagare qualcosa in mezzo a seconda di dove i tassi di interesse saranno stabiliti, è speculazione". Secondo il giudice manca il rispetto del requisito dell'alta correlazione e ciò inficia la validità del derivato.

Inoltre, il giudice ha ritenuto che il derivato rappresenti una forma di indebitamento e pertanto risulta nullo per la violazione dell'art. 119, sesto comma della Costituzione e questo alla luce della sentenza delle Sezioni Unite del 2020 che ha stabilito che l'esistenza di un *upfront* è una forma di illecito indebitamento. Il ragionamento del giudice inglese si basa essenzialmente ed esplicitamente sulla apodittica sentenza delle Sezioni Unite "Cattolica" per la quale il pagamento dell'*upfront* è l'elemento di finanziamento che trasforma il contratto in un ricorso all'indebitamento. L'*upfront* per pagare i costi della cessione del contratto derivato a beneficio del Comune di Venezia non ha in alcun modo ridotto o sostituito l'importo dovuto ai sensi del Rialto Bond, ma creato "nuovo debito (*the upfront paid for the benefit of Venice did not in any way reduce the outstanding amount under the Rialto Bond, but created "new debt"*). Tale nuovo debito non è stato assunto "per lo scopo di finanziare le spese di investimento" e ne consegue che i derivati, nel loro complesso, hanno violato la norma imperativa costituzionale citata. Dal punto di vista del diritto inglese la norma rappresenta un limite alla capacità del

Comune e pertanto il contratto è nullo per difetto di capacità (punti 271 e 274 della sentenza di primo grado).

Il giudice non ha dato rilievo al fatto che il pagamento in concreto è stato effettuato dalle Banche a Bear Stearns in quanto — secondo il giudicante — sarebbe stato assolutamente identico il risultato qualora le Banche lo avessero pagato al Comune di Venezia, il quale a sua volta avesse pagato Bear Stearns, o lo avessero pagato le Banche direttamente a Bear Stearns su delegazione di pagamento da parte del Comune lagunare. Le stesse Banche nella documentazione interna hanno definito tale pagamento a Bear Stearns come *upfront*.

Da notare che il giudice non nasconde perplessità sulla sentenza Cattolica in diversi passaggi del suo ragionamento: punto 35 “*he had concerns about the Supreme Court decision...*”; 196 “*although the reasoning may not be entirely satisfactory*”; punto 271 “*conclusion reached with some diffidence given that it results from a decision of the Italian Supreme Court reached some 13 years after the transactions were entered into which completely altered the legal landscape*”).

3. *I motivi dell'appello.* — Sia le Banche che il Comune di Venezia ricorrono in appello per i seguenti motivi. Le Banche sollevano cinque motivi di ricorso: (a) il giudice ha erroneamente ritenuto che i derivati fossero diventati “speculativi” ai sensi della legge italiana perché il prezzo rifletteva il *mark-to-market* negativo del contratto con Bear Stearns; (b) il giudice ha erroneamente ritenuto che i derivati comportassero il pagamento di un *upfront*, e quindi “ricorso all’indebitamento” non destinato “allo scopo” di finanziamento delle spese di investimento” ai sensi dell’articolo 119, comma 6, Cost.; (c) solo in caso di rigetto dei motivi 1 e 2, il giudice ha erroneamente ritenuto che l’interpretazione della legge italiana dei concetti di speculazione e indebitamento (come spiegato nella sentenza Cattolica) faceva sì che questi fossero correttamente caratterizzati secondo la legge inglese come limiti alla capacità del Comune di Venezia; (d) solo se i motivi da 1 a 3 vengono meno, la decisione del giudice di applicare l’interpretazione della legge italiana come indicato nella sentenza Cattolica del 12 maggio 2020 alle operazioni perfezionate dalle Banche nel 2007 è sbagliata perché lo sviluppo del diritto italiano scaturito dalla sentenza Cattolica non era ragionevolmente prevedibile alla data delle operazioni derivate, e pertanto costituisce a modifica retroattiva della legge; (e) solo se, contrariamente ai motivi precedenti, la Corte di appello accogliesse la tesi del giudice che le operazioni erano nulle, il giudice ha erroneamente ritenuto, in base alla sezione 32(1)(c) del *Limitation Act* 1980, che le pretese del Comune di Venezia di risarcimento e restituzione dei pagamenti effettuati più di sei anni prima della presentazione del reclamo forma non erano vietate.

L’appello del Comune di Venezia solleva due motivi di ricorso: (a) il giudice ha erroneamente ritenuto che la domanda riconvenzionale del Comune di Venezia per la restituzione delle somme nette da essa pagate nell’ambito delle contratti derivati fosse disciplinata dalla legge inglese piuttosto che dalla legge italiana; (b) Il giudice ha sbagliato nel ritenere che esista un motivo di principio per riconoscere un’eccezione di cambiamento di posizione nella misura di eventuali pagamenti di swap effettuati dai ricorrenti nell’ambito dei loro swap *back-to-back* con altre banche.

Anticipando l’esito della controversia, la Corte di Appello ha rigettato i motivi del Comune di Venezia ed ha accolto i primi due motivi delle Banche, ritenendo non necessario decidere sugli altri tre motivi, anche se ha argomentato come *obiter dictum* tutti i rimanenti punti. Per motivi di economia di spazio non si analizzano questi ultimi e ci si focalizza sui primi due motivi del ricorso della Banche.

4. *Il fine di copertura e l’upfront nella fattispecie.* — Le Banche hanno specificato alla Corte inglese che la sentenza Cattolica non vieta che esista un *mark-to-market* negativo

all'inizio del contratto e che tale valore negativo non rende speculativo il derivato. La sentenza Cattolica non indica quale sia il test per valutare se il contratto è di copertura o è speculativo, ma afferma che sia necessario indicare i criteri per misurare il valore, che può essere anche negativo.

Nel primo grado di giudizio non è stato contestato che il derivato di Bear Stearns fosse speculativo, ma, anzi, è stato accertato che fosse di copertura del Rialto Bond e non si è posto un tema di criteri di misurazione del valore, che si suppone fossero condivisi. Pertanto la Corte di Appello inglese assume come acclarata la natura di copertura e la validità del derivato originariamente concluso con Bear Stearns.

È fondamentale notare che il pagamento della commissione (equivalente al *mark-to-market* al momento della cessione del contratto da Bear Stearns alle Banche) è avvenuto dalle Banche direttamente a Bear Stearns e non può essere considerato come un pagamento a favore o per conto del Comune di Venezia. Certamente le parti avrebbero potuto concordare il pagamento al Comune, il quale avrebbe poi pagato Bear Stearns o il pagamento a Bear Stearns su delegazione del Comune di Venezia. Dal punto di vista commerciale e legale ciò non è avvenuto in quanto la Banche hanno pagato al cedente una commissione per la cessione del contratto per poterlo continuare a loro nome. In altre parole, il contratto derivato, nato con finalità di copertura, valido, non caratterizzabile come indebitamento, è stato ceduto pro-rata a due controparti. Dato che quel contratto conteneva un implicito valore e quindi un credito verso il Comune di Venezia è stato assolutamente normale e logico che le Banche pagassero tale valore al cedente. Inoltre, il contratto plurilaterale di cessione ha specificato che ogni parte agiva indipendentemente ed in autonomia.

In altre parole, la cessione del contratto derivato ed la conseguente modifica dei suoi termini per adeguarlo al Rialto Bond Ristrutturato non hanno alterato la posizione del Comune lagunare, che ha continuato a ricevere esattamente le somme dovute in base al Rialto Bond Ristrutturato. Il valore negativo del *mark-to-market* non è stato pagato dal Comune e non è stato modificato dalla cessione del contratto, ma è stato semplicemente cristallizzato con corrispondente aumento del *floor*. La cessione del derivato non ha comportato per sé alcun nuovo rischio che già non fosse in capo al Comune di Venezia (il rischio di pagare il tasso rappresentato dal *floor*). Qualora queste lapalissiane argomentazioni non bastassero, dirimente appare la considerazione che se Bear Stearns avesse accettato di modificare il derivato per adeguarlo al Rialto Bond Ristrutturato a nessun sarebbe venuto in mente di pensare che il derivato di copertura diventasse speculativo, soltanto perché aveva accumulato un *mark-to-market* negativo. Questo, infatti, è ciò che è accaduto: per il Comune è stato indifferente che la modifica del derivato sia stata fatta dalle Banche al posto di Bear Stearns.

Il giudice di primo grado commette due errori: *a*) assume ciò che non è avvenuto e cioè che la commissione pagata dalle Banche a Bear Stearns fosse un indebitamento del Comune e *b*) assume che il derivato di copertura di Bear Stearns, che esponeva il Comune ad un rischio non speculativo materializzatosi nel valore negativo del *mark-to-market*, sia diventato speculativo in seguito alla cessione alle Banche. Il giudice di primo grado erra nell'affermare che la elevata correlazione, requisito necessario per sostenere la natura di copertura del derivato, è negativamente influenzata tanto da venire meno dallo sbilanciamento dei valori del *cap* e del *floor*, quanto tale sbilanciamento altro non riflette che il *mark-to-market* nel frattempo maturato di un derivato di copertura e non è previsto da alcuna norma che i due valori debbano essere simili essendo un aspetto meramente commerciale e finanziario. In realtà la correlazione è rimasta tale dato che l'ammontare, la scadenza, il piano di ammortamento e il tasso variabile dei derivati e del Rialto Bond Ristrutturato coincidono.

In definitiva il Comune di Venezia non ha assunto indebitamento, non ha assunto maggiori rischi e non ha mutato la natura del derivato di copertura per il solo fatto di averlo adeguato al Rialto Bond Ristrutturato.

La radice degli errori del primo giudice risiede nel fatto di non avere dato la giusta ed imprescindibile considerazione al fatto che il contratto derivato originale era di copertura ed era valido al momento della cessione (tant'è che nemmeno il Comune di Venezia ne ha contestato

la validità se non per la mancanza della delibera Consigliare, fattispecie acclarata e positivamente superata nel procedimento). Non avrebbe alcun senso logico, finanziario, commerciale e giuridico sostenere che la cessione del contratto possa comportare lo straordinario profitto per il contraente ceduto di veder sparire il valore negativo del *mark-to-market* maturato fino a quel momento: si tratterebbe, per usare i termini della Corte inglese, di una mostruosità.

La Corte di Appello afferma che se il giudice di primo grado si fosse posto le corrette domande partendo dal presupposto assodato che il derivato di Bear Stearns era di protezione e valido avrebbe concluso che anche la Corte di Cassazione italiana avrebbe confermato che i contratti ceduti erano di copertura e come tali validi.

Il principio che l'*upfront* rappresenti indebitamento sancito nella sentenza Cattolica non si applica nel caso di specie in quanto è lapalissiano che non vi sia stato alcun pagamento, né diretto e indiretto tramite delegazione, nell'interesse o a favore del Comune di Venezia. È vero che il Comune ha in qualche modo beneficiato del fatto che le Banche hanno pagato loro sponte il potenziale "debito" derivante dal *mark-to-market* negativo al momento della modifica del contratto derivato e del Rialto Bond, ma ciò non toglie che di quel "debito" sia semplicemente cambiato il creditore e quindi non vi è stato alcun finanziamento o l'assunzione di nuovi rischi.

La sentenza della Corte di Appello inglese appare condivisibile in quanto coglie correttamente l'essenza delle operazioni implementate dalle parti ed è anche condivisibile l'affermazione che la Corte di Cassazione avrebbe deciso nello stesso modo.

5. *Le tipologie di upfront*. — Prendendo a prestito un'espressione popolare, si può dire che in materia di *upfront* si è fatta in giurisprudenza di tutta un'erba un fascio, alimentando la confusione⁽³⁾. Si usa infatti il termine *upfront* in almeno tre diverse ipotesi, a cui si potrebbe aggiungere una variante rappresentata dal caso in esame⁽⁴⁾.

La prima ipotesi riguarda i costi impliciti o occulti o, che dir si voglia, il *mark-to-market* (negativo per il cliente della banca) del contratto al momento della sua conclusione. Alcuni autori e giudici hanno ritenuto che la banca avrebbe dovuto pagare al cliente al momento della conclusione del contratto — da qui il termine *upfront* — una somma di denaro pari ai costi impliciti al fine di riequilibrare il contratto e rendere nullo il differenziale tra le prestazioni delle parti. In altre parole, hanno sostenuto che al momento della conclusione lo swap deve essere "par", e cioè che il valore attuale delle reciproche prestazioni deve essere uguale.

Dopo vari tentennamenti è stato ampiamente recepito dalla giurisprudenza il principio secondo cui il concetto di *par swap* è un concetto meramente matematico creato dai professori di finanza per spiegare le metodologie di *pricing* di alcuni derivati⁽⁵⁾. Le definizioni di prezzo e valore non vanno ricercate nell'economia dei classici ma nei manuali di diritto privato dove il prezzo è, molto semplicemente, il corrispettivo che un contraente paga all'altro per riceverne la controprestazione, da non confondersi con il valore del contratto, che è cosa ben diversa⁽⁶⁾. Per tali ragioni non ha alcun senso affermare che sia necessario per la banca pagare una somma *upfront* equivalente al *mark-to-market* iniziale del contratto: sarebbe come dire che le banche non solo devono rinunciare al proprio profitto, ma devono operare in perdita sostenendo tutti i costi attinenti alla contrattazione in derivati.

⁽³⁾ Vedasi per tutti SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'upfront dei contratti irs*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di Maffei, 2014, 251, che dimostra la facilità con cui anche autorevoli Autori si possono confondere in questo campo.

⁽⁴⁾ Per un esame del tema v. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*, in questa *Rivista*, 2011, II, 206; CAPUTO NASSETTI, *Da Bologna a Roma passando per Bisanzio: i derivati in una recente pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 357 ss.

⁽⁵⁾ V. App. Milano, 3 giugno 2014, 366-368; Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in questa *Rivista*, 2013, II, 357 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*; Trib. Verona, 25 marzo 2013, in questa *Rivista*, 2014, II, 719 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e rinegoziazione dello swap: una sentenza convincente*.

⁽⁶⁾ Esemplare su questo passaggio è App. di Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 367.

La seconda ipotesi di *upfront* consiste nello swap con *upfront* legato da precedenti contratti derivati o da altri contratti e dal valore *mark-to-market*. In estrema sintesi questo swap non differisce da un ordinario swap, e la modalità di pagamento “anticipato” da parte di un contraente altro non è che una delle numerose forme in cui si presenta lo scambio di pagamenti. Si pensi all’*annuity swap* nel quale un contraente paga una somma alla controparte al momento della conclusione del contratto (e non effettua ulteriori pagamenti per tutta la durata del rapporto) e la controparte si impegna a effettuare una serie di pagamenti determinati (tasso fisso) o determinabili (a tasso variabile). In altre parole, si può affermare che, in generale, il pagamento di un *upfront* non modifica la causa commutativa del contratto di swap trasformandolo in un mutuo (7). In queste fattispecie assume rilevanza la *funzione di credito* che lo swap implementa in maniera non dissimile da quella di un prestito che viene restituito nel tempo e si sostanzia in una forma di indebitamento anche se non nelle forme tipiche del mutuo.

In altri frequenti casi, invece, lo swap viene concluso al fine di rinegoziare un precedente swap che contestualmente si risolve con una perdita per una parte e l’altra esegue un pagamento — detto *upfront* — nel nuovo contratto pari alla perdita subita (8).

Più precisamente, uno swap viene risolto anticipatamente per mutuo consenso delle parti e viene calcolato il valore *mark-to-market* dovuto da una parte all’altra. Tale valore deriva dalla variazione dei parametri di riferimento — tassi d’interesse — che concorrono alla determinazione delle prestazioni. Si tratta del valore attuale, in un dato momento storico, della perdita di una parte a cui corrisponde il valore attuale dell’utile dell’altra. Con il passare del tempo ed il variare dei parametri questi valori mutano e possono ribaltarsi completamente. Le parti convengono, contestualmente alla risoluzione anticipata dello swap, di concludere un secondo swap nel quale la parte creditrice del valore attuale del primo swap risolto effettua un pagamento alla controparte di importo pari al valore attuale del primo swap. Le parti, inoltre, prevedono che tale primo pagamento si “compensi” con l’obbligazione di pagamento dovuta nel primo swap da parte del “soccombente”. In realtà tale compensazione nella pratica non si attua nemmeno in quanto i pagamenti vengono regolati nel conto corrente del cliente (con bonifici contestuali e contrapposti) qualora la controparte dello swap sia anche la banca correntista del cliente.

In questi casi di *upfront* appare acclarato che la volontà delle parti è quella di rinviare il pagamento del differenziale negativo del precedente contratto derivato estinto anticipatamente. Tale differenziale altro non è che il *mark-to-market* negativo del contratto estinto ed oggetto dell’accordo di risoluzione dello stesso e corrisponde all’importo dell’*upfront* del nuovo contratto concluso contestualmente. Tale volontà permea la struttura e — se si vuole — la causa concreta del contratto che è da considerarsi lecita. Per tale motivo non può ravvisarsi un vizio della causa nella fattispecie in esame (9).

La domanda da porsi è se lo swap di pagamenti, che ha anche lo scopo comune alle parti a) di rimandare una perdita, *rectius* di dilazionare nel tempo una somma ricevuta *upfront* per coprire la perdita, o b) di finanziare la controparte, sia da considerarsi un contratto speculativo o meno. A mio avviso la domanda è mal posta, nel senso che lo scopo, più che di speculazione, è di *credito*: la parte che paga l’*upfront* — in genere, ma non necessariamente, la banca — assume un rischio di credito non dissimile da quello che avrebbe assunto se avesse erogato un prestito pari alla somma dell’*upfront* con obbligo di restituzione negli stessi termini previsti

(7) CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in questa *Rivista*, 2011, I, 887.

(8) V. Trib. Torino, 18 settembre 2007 e App. Trento, 5 marzo 2009 entrambe in *www.ilcaso.it*.

(9) In tal senso v. Lodo Arbitrale, 10 febbraio 2015, Pres. NUZZO, Arbitri PICOZZI, RIMINI che così si è espresso “Il pagamento di un *upfront* con la finalità di rinviare una perdita di un precedente contratto derivato estinto anticipatamente e contestualmente ad un nuovo *interest rate swap* è lecito e non crea alcun vizio causale del contratto la cui funzione è di dilazionare la restituzione di una somma pagata *upfront*.”

dallo swap. Specularmente chi riceve l'*upfront*, sia esso utilizzato per coprire una precedente perdita o per qualsiasi altra finalità (es. finanziare un investimento o coprire delle spese), assume l'obbligazione di restituire tale somma attraverso i pagamenti dello swap. Si tenga presente che l'*upfront* non è di per sé un finanziamento⁽¹⁰⁾: evita anzi il finanziamento della perdita del precedente contratto derivato estinto anticipatamente.

Tra soggetti privati il tema finisce qui, in quanto non vi è alcun limite, regolamentazione o divieto di indebitamento. Il discorso cambia quando il contraente del contratto derivato è un Comune. In questo caso bisogna considerare diverse norme quali il dettato costituzionale (art. 119, comma sesto) che limita il ricorso all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento, l'art. 202, T.u.e.l., per il quale il ricorso all'indebitamento è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti, l'art. 41, comma 1, l. n. 448 del 2001, l'art. 30, comma 15, l. n. 289 del 2002 ove si commina la nullità dei contratti con cui si ricorre all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, l'art. 3, comma 17, l. n. 350 del 2003 che prevedeva — alla luce di una novella del 2008 — che “costituisce indebitamento, ai sensi dell'art. 119 Cost., comma 6, sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico della Comunità europee (Eurostat), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate” e che ora prevede — alla luce di una novella del 2011 — che costituisce indebitamento “l'eventuale somma incassata al momento del perfezionamento delle operazioni derivate di swap (cosiddetto *upfront*)”. Appare evidente l'attenzione del legislatore sul punto, e quindi l'attenzione va posta su quegli strumenti che possono eventualmente aggirare il divieto di indebitamento dei Comuni (se non per spese di investimento).

Nel caso della sentenza Cattolica la controversia riguardava più contratti di swap di cui due erano del secondo tipo, cioè per creare liquidità sebbene l'importo dell'*upfront* fosse pari soltanto all'1% e al 2,15% del rispettivo nozionale, un altro swap era del terzo tipo, cioè per finanziare la perdita di un precedente contratto derivato estinto anticipatamente. Le Sezioni Unite hanno sostenuto, facendo di tuttata un'erba un fascio, che la presenza del pagamento anticipato rende assimilabile la fattispecie in esame ad un mutuo o ad altre forme di indebitamento. La tesi prende spunto da un documento della Corte dei Conti⁽¹¹⁾ che afferma che la clausola *upfront*, attraverso l'anticipata erogazione da parte della banca di rilevanti somme a favore del Comune, introduce nel contratto di swap un elemento negoziale sostanzialmente simile, o perlomeno per certi versi assimilabile, ad un vero e proprio finanziamento.

In effetti, fino all'introduzione nel 2008 del divieto di contrarre derivati, non si può escludere che alcuni enti territoriali abbiano fatto ricorso agli swap con *upfront* per realizzare raccolta altrimenti non realizzabile se non con i vincoli e la forma prevista per le spese di investimento.

Che di abusi ve ne siano stati ne è indizio lo stesso intervento del legislatore ed il forte monitoraggio introdotto in merito all'utilizzo di questi contratti da parte della pubblica amministrazione fino al divieto di utilizzare strumenti finanziari derivati introdotto dal comma 6 dell'art. 62, l. 22 dicembre 2008, n. 205.

Il Tribunale di Bologna, la cui sentenza di primo grado sulla vicenda Cattolica è stata oggetto di appello e poi di giudizio delle Sezioni Unite, ha sottolineato che la clausola *upfront* altro non è che una modalità di calcolo delle prestazioni delle parti che non muta la funzione economico-giuridica del contratto: essa resta “lo scambio delle somme secondo i diversi tassi e tempi che le parti si sono obbligate a scambiarsi”. Il contratto di swap non è destinato funzionalmente a produrre un debito, ma al contrario, a produrre un guadagno, sebbene incerto al momento della conclusione del contratto, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una

⁽¹⁰⁾ Il lodo arbitrale 28 gennaio 2014 ha ritenuto gli *upfront* non appartenenti alla categoria dei finanziamenti, sicché non esiste alcun vincolo di forma per la conclusione degli accordi tra le parti che regolano l'erogazione di somme *upfront* (Pres. LENER, Arbitri PERRONE, GIRINO).

⁽¹¹⁾ CONTI, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, inviata alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati il 3 marzo 2005.

o più somme (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. "Ovviamente, questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso di interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello swap la clausola *upfront*, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'*upfront* è solo la modalità del pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto".

Il Tribunale aggiunge anche che "se i motivi di una parte possano essere stati quelli di procurarsi liquidità, questo non significa che la causa del contratto sia il credito da restituirci: la causa dello swap è diversa — anche ammettendo, per ipotesi, che l'*upfront* introduca elementi spuri nella qualificazione giuridica del rapporto, si deve avere riguardo agli elementi che presentano carattere di prevalenza: e qui la prevalenza è lo scambio di somme tra le parti basate sui tassi diversi e il rischio della loro differenza".

Lo scopo perseguito dalle parti — sia esso di protezione, di speculazione o di raccolta di liquidità, e quindi di indebitamento — viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé. È ben noto che i moventi subiettivi e psicologici che abbiano spinto le parti a stipulare un accordo contrattuale non si identificano col requisito essenziale della causa di esso e non hanno, di regola, rilevanza giuridica⁽¹²⁾. In sostanza, descrivere il fenomeno a partire dagli scopi delle parti non consente di cogliere la costante di tali operazioni e ne pregiudica la ricostruzione da un punto di vista unitario⁽¹³⁾.

Qualora anche si volesse dare rilevanza ai motivi non si comprenderebbe la critica verso il motivo speculativo, posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito⁽¹⁴⁾, ma è presupposto dell'attività imprenditoriale⁽¹⁵⁾. Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo da non aver bisogno di dimostrazioni⁽¹⁶⁾.

Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio di pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale.

Fermo restando quanto sopra qualora una controparte del contratto derivato sia un ente pubblico si applica, come indicato in precedenza, un regime speciale che prevede tra i requisiti del contratto anche la finalità perseguita dal soggetto pubblico. Se la finalità è speculativa

(12) Cass., 11 febbraio 1946, n. 116, in *Rep. Foro it.*, 1946, voce *Obbl. contr.*, n. 64. In dottrina PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1995, p. 80, critica l'orientamento dottrinale che considera gli scopi, che inducono le parti a stipulare, al fine di determinare la natura giuridica e sottolinea che più correttamente si devono considerare gli interessi che il contratto è diretto oggettivamente a soddisfare. L'Autore, peraltro, in apparente contraddizione, ammette l'applicazione dell'art. 1953 c.c. nel caso in cui entrambe le parti abbiano un intento speculativo. In linea con quanto sostenuto nel testo v. F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 612, il quale afferma che è evidente che dal motivo soggettivo delle parti non possono desumersi elementi oggettivi tali da informare la causa del contratto di swap; C. CAMPOLO, *Profili civilistici e istituzionali dei contratti derivati*, in *Mondo bancario*, Novembre-Dicembre 1998, n. 6, 16; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in questa *Rivista*, 1996, I, 597 e 599; MASTROPAOLO, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I, 205. In tema di contratti di opzione, GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contr. e impr.*, 1999, 1292, esclude la rilevanza dei motivi, siano essi di copertura o speculativi, in quanto irrilevanti ai fini della definizione della fattispecie.

(13) Nel testo si è riportato quasi integralmente un argomento utilizzato dal Comitato degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano, *I contratti futures. Nuovi strumenti per il mercato finanziario italiano*, Milano, 1988, 86 s.

(14) F. BOCHICCHIO, (nt. 12), 599.

(15) ASCARELLI, *Lo speculatore professionale è imprenditore commerciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1956, I, 157.

(16) CAPALDO, *Contratti di swap*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 594.

incombe nella violazione del principio di copertura sancito dal legislatore per i derivati. Se la finalità è di copertura ne consegue necessariamente che siano individuati i debiti che sono oggetto della copertura (sia essa una copertura puntuale o parziale di uno specifico debito che una forma di copertura dell'indebitamento complessivo). Se la finalità è (anche) di indebitamento attraverso una *upfront* il contratto deve rispettare le norme relative all'indebitamento del Comune, e cioè essere finalizzato a sostenere investimenti, e deve essere autorizzato dal Consiglio Comunale. Se la finalità è mista andrà osservata la disciplina del contratto misto.

In altre parole, lo scopo di una sola delle parti (il soggetto pubblico) integra la fattispecie assurgendo alla causa negoziale, integrandola. Varranno a questo proposito i criteri di prevalenza elaborati dalla dottrina e giurisprudenza.

La presenza dell'*upfront* nella struttura dello swap è quindi indicativa della finalità di indebitamento (nel caso della sentenza Cattolica sia del primo derivato il cui *upfront* ha creato liquidità che quello utilizzato per estinguere il debito derivante dalla risoluzione del primo derivato) che può essere integrativa dello scopo di copertura. La finalità di indebitamento però deve considerarsi marginale nelle due fattispecie oggetto della sentenza Cattolica in quanto l'*upfront* rappresenta una piccola percentuale del nozionale del contratto (1% e 2,15% rispettivamente).

Indubbiamente il contratto prevalente nei casi in esame rimane lo scambio dei pagamenti degli interessi calcolati negli anni futuri in base a parametri di riferimento diversi (al fine di copertura) e la componente di indebitamento rappresenta una piccolissima frazione del contratto (1% e 2,15% *una tantum* del nozionale). La disciplina applicabile è quella del contratto prevalente, pur non escludendosi l'applicabilità della disciplina del contratto minore, in quanto compatibile, il che può significare che tutt'al più il mancato requisito di validità della componente minore (delibera del Consiglio) avrebbe dovuto comportare la nullità della sola componente contrattuale non prevalente lasciando in essere il contratto prevalente in base al principio della conservazione del negozio giuridico (art. 1419 c.c.)⁽¹⁷⁾. Se non si prova che le parti non avrebbero concluso il contratto senza l'*upfront* non si può avere la nullità dell'intero contratto. Su questo aspetto sia la Corte di Appello di Bologna che le Sezioni Unite della sentenza Cattolica tacciono⁽¹⁸⁾, mentre il Tribunale di Bologna lo ha risolto in senso negativo.

A questo punto si potrebbe dire che, se il Comune di Cattolica *a*) avesse concluso i derivati previa delibera del Consiglio Comunale, *b*) avesse specificato l'indebitamento a copertura del quale il derivato veniva concluso (indebitamento esistente e noto ad entrambe le parti) e *c*) avesse indicato di usare le somme dell'*upfront* per sostenere spese di investimento, la questione giudiziale non si sarebbe posta. Ma tant'è: la delibera non vi è stata, nei contratti non è indicato l'indebitamento coperto (solo in un allegato non datato e firmato e negli atti interni e delibere del Comune) e l'*upfront* è stato poi destinato a spese correnti.

Discutibile è il primo assunto delle Sezioni Unite in merito alla necessità di descrivere nel testo del contratto derivato l'indebitamento coperto: sembra più corretto sostenere che se il derivato è effettivamente di copertura in quanto rappresenta l'*hedging* finanziario di un determinato indebitamento, il requisito è soddisfatto ove provato con altri mezzi che non siano quelli della specifica menzione nel testo contrattuale. Il rigore e la necessità di trasparenza della gestione pubblica portano invece le Sezioni Unite a preferire una soluzione formale (indica-

⁽¹⁷⁾ Il contratto misto, costituito da elementi di tipi contrattuali diversi, non solo è unico, ma ha anche causa unica ed inscindibile, nella quale si combinano gli elementi dei diversi tipi che lo costituiscono; il contratto deve essere assoggettato alla disciplina unitaria del contratto prevalente (e la prevalenza si determina in base ad indici economici o anche di tipo diverso, come la "forza" del tipo o l'interesse che ha mosso le parti), salvo che gli elementi del contratto non prevalente, regolabili con norme proprie, non siano incompatibili con quelli del contratto prevalente, dovendosi in tal caso procedere, nel rispetto dell'autonomia contrattuale al criterio della integrazione delle discipline relative alle diverse cause negoziali che si combinano nel negozio misto (Cass. 13399/2005).

⁽¹⁸⁾ Sullo specifico tema della prevalenza delle finalità v. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap*, (nt. 7).

zione dell'indebitamento oggetto di copertura nel testo del contratto di swap), peraltro non prevista da alcuna norma né giustificata da altri argomenti.

Le Sezioni Unite trattano il cuore della controversia, ossia la natura dell'*upfront*, in maniera sbrigativa (paragrafo 10.1, mezza pagina su 23 della sentenza) prendendo atto semplicemente che l'*upfront* è considerato "indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica" specificando che la novella del 2008 ha preso atto della natura di indebitamento dell'*upfront* senza innovare l'ordinamento (superando a piè pari anche il tema della retroattività della norma sollevato dalla banca ricorrente). Sarebbe peraltro bastato affermare la necessaria competenza del Consiglio Comunale per autorizzare i derivati con *upfront* e, conseguentemente, dichiararli parzialmente nulli in mancanza di delibera salvaguardando il contratto prevalente. Ma due dei quattro contratti del Comune di Cattolica non hanno *upfront*. La Corte prosegue nel paragrafo successivo affermando che "se il denaro ottenuto con l'*upfront* è da considerare indebitamento, lo stesso non può dirsi degli Irs conclusi dagli enti pubblici, i quali eventualmente, possono presupporre un indebitamento". Passaggio senz'altro condivisibile. Poi però afferma che "l'operazione di swap va guardata nel suo complesso, perché il suo effetto può, sostanzialmente, consistere in un indebitamento...." (è evidente che se i flussi che il Comune paga durante la vita dello swap sono maggiori rispetto a quelli che riceve significa che il Comune paga un debito ...). Conseguentemente — prosegue la Corte —, visto che la competenza del Consiglio si estende alle "spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi" (art. 42, comma 2, lett. i), T.u.e.l.) anche per gli Irs senza *upfront* era necessaria l'autorizzazione consiliare.

Le Sezioni Unite, per rafforzare la debole motivazione viziata dal suo stesso presupposto (e cioè che l'Irs è una forma di indebitamento), aggiungono *ad abundantiam* che "a favore della scelta consiliare depone anche la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria" (10.4). Argomento forse più politico che altro.

Infine, le Sezioni Unite affermano che un Irs (di copertura e senza *upfront*) deve comunque essere autorizzato dal Consiglio in quanto "collegato" ad un indebitamento, che è di competenza del Consiglio (paragrafo 10.4.2). Circa quest'ultima affermazione — collegamento in senso giuridico tra derivato e contratto sottostante (qualora naturalmente il derivato sia di copertura) — sorgono perplessità in quanto è nota l'autonomia fisiologica che di norma la volontà delle parti attribuisce al derivato ed un eventuale collegamento giuridico andrebbe dimostrato.

Le argomentazioni addotte appaiono quantomeno discutibili in quanto i derivati erano effettivamente di copertura anche se il dettaglio dei debiti coperti non era dedotto nella documentazione contrattuale, e la nullità dell'*upfront* non avrebbe dovuto estendersi al contratto prevalente. Inoltre, grave appare l'affermazione che "lo swap può consistere in un indebitamento" quando la normativa esplicitamente riconosce che "nessun derivato è configurabile come una passività" ⁽¹⁹⁾ ed elenca tassativamente quelle che si considerano le operazioni di indebitamento, tra le quali non figurano i contratti derivati. Infatti, con la legge finanziaria 2004 (l. 350/2003) è stata fornita una definizione precisa e puntuale del concetto di indebitamento, individuando le tipologie di operazioni da considerarsi tali agli effetti dell'art. 119 Cost. Con la legge finanziaria 2005 (l. 31 dicembre 2004, n. 311), art. 1, comma 68, lett. c) sono state introdotte le aperture di credito (disciplinate dall'art. 205-bis del t.u.e.l.), annoverandole come operazioni di debito. Successivamente la legge finanziaria 2007 (l. 296/2006, art. 1, commi 739 e 740) ha ulteriormente modificato ed integrato la definizione di indebitamento, aggiungendo agli strumenti di indebitamento le operazioni di cessione e di cartolarizzazione vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'ente assume, ancorché indirettamente,

⁽¹⁹⁾ Art. 3 intitolato "Operazioni in strumenti derivati", Circolare del Ministero dell'economia e finanze, 27 maggio 2004.

nuove obbligazioni ⁽²⁰⁾. Pertanto, alla luce delle innovazioni legislative introdotte in materia, si considerano operazioni di indebitamento: i mutui e le aperture di credito, le emissioni di prestiti obbligazionari, le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata, le cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all'85% del prezzo di mercato, le cartolarizzazioni con garanzie fornite da altre amministrazioni pubbliche, le cartolarizzazioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche, le operazioni di cessione e di cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi. In definitiva, 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 per espressa previsione normativa*. Il fatto che dalla sommatoria dei pagamenti che il Comune esegue alla controparte possa essere al termine del contratto superiore alla sommatoria dei pagamenti che ha ricevuto non significa certo che lo swap sia un indebitamento. Se, al contrario, la sommatoria fosse a favore del Comune bisognerebbe sostenere per coerenza che lo swap è anche un contratto di investimento o di raccolta!

Per i motivi su esposti appare difficilmente condivisibile la sentenza Cattolica su come affronta il tema dell'*upfront*.

Il caso del Comune di Venezia in esame presso le corti inglesi rappresenta un caso diverso e peculiare. In una situazione ordinaria la banca che ha concluso il derivato originario — Bear Stearns — avrebbe potuto risolvere anticipatamente il contratto con il *mark-to-market* negativo contestualmente alla conclusione di un nuovo derivato che prevedesse un *upfront* pari al *mark-to-market* del primo contratto. In tal caso si sarebbe potuto sostenere l'invalidità del nuovo contratto derivato. Questo però non è accaduto. Bear Stearns ha ceduto (non risolto anticipatamente) il contratto a due controparti pro-rata. Il contratto ha ovviamente continuato ad avere le sue caratteristiche di copertura incluso il *mark-to-market* negativo. Le cessionarie hanno accolto la richiesta del Comune di modificare i termini del derivato per adeguarli al Rialto Bond Ristrutturato confermando l'intento di copertura. Nessun *upfront* è stato pagato al Comune (né direttamente né indirettamente tramite delegazione di pagamento o altro strumento giuridico), ma i termini modificati hanno tenuto conto della commissione pagata dalle banche a Bear Stearns (aumentando il livello del *floor* e cristallizzando il *mark-to-market* negativo al momento della cessione) che rappresentava il credito della cedente in quel momento se avesse risolto anticipatamente il derivato. Quindi dal punto di vista puramente finanziario il risultato è uguale a quello che il Comune avrebbe ottenuto con la ordinaria rinegoziazione del derivato (estinzione anticipata con *mark-to-market* negativo e nuovo derivato con *upfront* per pagare in compensazione la perdita del precedente), ma la forma nel caso di specie è stata ben diversa.

Come ha scritto la Corte di Appello inglese Sarebbe mostruoso concedere al Comune di Venezia — debitore e contraente ceduto — il regalo della cancellazione di tale debito o valore negativo.

In sintesi, l'approfondita e puntuale analisi e ricostruzione della fattispecie ha portato la Corte inglese ad una sentenza condivisibile.

Ma se la Corte inglese è corretta, come in effetti deve ritenersi, la sentenza Cattolica non regge seguendo la stessa logica e viene smentita dai giudici inglesi, i quali in diversi passaggi esplicitano i le loro perplessità sulla stessa. Se infatti il *mark-to-market* — anche cristallizzato — non è indebitamento e la sua cristallizzazione non incide sulla natura di protezione del derivato (non lo fa diventare speculativo) la conclusione della sentenza Cattolica è smentita e non supera l'esame delle corti di Albione. Prendendo a prestito una citazione di Lucio Calpurio Pisone si potrebbe affermare che *fiat iustitia ruat caelum*, il cui cielo è la sentenza Cattolica.

Per completezza del commento bisogna considerare che, sul piano teorico, non si può

⁽²⁰⁾ Vedasi la Circolare del Ministero dell'economia e delle finanze del 31 gennaio 2007, pubblicata sulla G.U. del 5 febbraio 2007, n. 29, che al punto 4) offre un importante chiarimento sulla definizione di indebitamento.

escludere che le parti possano concludere swap di interessi con *upfront* con un motivo illecito comune ad entrambe le parti, rendendo applicabile la sanzione di nullità prevista dall'art. 1345 c.c., o in frode alla legge (art. 1344 c.c.) ⁽²¹⁾.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

⁽²¹⁾ Un esempio può aiutare a comprendere il punto: una banca potrebbe avere interesse a concludere un contratto di swap di interessi con pagamento anticipato dell'intero ammontare delle sue obbligazioni di pagamento in sostituzione di un contratto di mutuo. La banca anziché prestare la somma di 400.000 euro per la durata di dieci anni al tasso fisso concordato del 4,28% con rata costante di euro 50.000, potrebbe concludere uno swap di interessi di importo nozionale di 1.000.000 di euro in forza del quale si obbliga a pagare per ogni anno una somma calcolata utilizzando il tasso fisso del 5,5% calcolato sull'importo nozionale dello swap — cioè 55.000 euro — con la previsione di pagare anticipatamente (clausola *upfront*) tutte le sue obbligazioni che, una volta attualizzate al 6,25%, ammontano a 400.000 euro. La controparte si obbliga a pagare una somma annuale di 50.000 euro ogni anno per dieci anni calcolata applicando il tasso fisso del 5% al nozionale dello swap. Il risultato finanziario di questo swap (*annuity swap*) di importo nozionale di 1.000.000 con pagamento *upfront* è identico a quello di un mutuo di 400.000 euro a tasso fisso con rata costante. In entrambi i casi la controparte della banca riceve euro 400.000 al momento della conclusione del contratto e restituisce euro 50.000 ogni anno per dieci anni. In entrambi i casi la banca effettua un solo pagamento iniziale di euro 400.000. Il motivo per il quale una banca può essere interessata a concludere uno swap simile in sostituzione di un più ordinario contratto di mutuo risiede nel diverso trattamento ai fini regolamentari e contabili delle due operazioni. Come noto, ogni attività nel bilancio di una banca richiede un accantonamento patrimoniale previsto dalla normativa di vigilanza bancaria (per semplicità, l'otto per cento dell'importo del prestito). Anche un contratto di swap, che viene evidenziato in bilancio non tra le attività e passività ma tra gli impegni, assorbe una quantità di patrimonio regolamentare, ma tale assorbimento di norma è assai inferiore rispetto a quello previsto per un prestito. Esula dai limiti dell'indagine che qui ci si propone analizzare i tecnicismi dei calcoli patrimoniali delle banche, ma possiamo considerare a grandi linee corretta l'affermazione che segue: un prestito di 400.000 euro tendenzialmente assorbe più patrimonio regolamentare rispetto ad uno swap dell'importo nozionale di 1.000.000 di euro e, conseguentemente, la banca potrebbe avere interesse a strutturare il prestito utilizzando uno swap. Inoltre, uno swap non incrementa gli impieghi della banca e ciò può essere considerato, in certe situazioni, un beneficio per la banca. In tal caso ci si troverebbe di fronte ad una fattispecie di negozio indiretto attraverso il quale le parti utilizzano uno schema giuridico definito per raggiungere uno scopo che non è quello tipico del negozio utilizzato. Si ha una divergenza tra lo scopo pratico perseguito in concreto dalle parti e la funzione tipica del negozio che viene posto in essere. Si tratta, cioè di un procedimento per mezzo del quale si cerca la realizzazione di un effetto giuridico seguendo una via traversa. Il negozio indiretto, essendo sostanzialmente voluto, ha piena validità e la sua disciplina è quella stabilita per il negozio posto in essere. La liceità del negozio indiretto si ferma quando il negozio costituisce una frode alla legge o serve a realizzare motivi illeciti comuni ad entrambe le parti. Si può teoricamente ipotizzare che una banca ed un ente territoriale che vogliano contrarre un mutuo a favore dell'ente pubblico possano concludere un contratto di swap di interessi con *upfront* — come sopra indicato — con il comune motivo di aggirare le norme che impongono una delibera consiliare e la forma dell'atto pubblico o di evitare una gara pubblica per la selezione della migliore offerta. Tale ipotesi non può che basarsi ovviamente sulla indagine fattuale della fattispecie concreta.

Un caso peculiare da segnalare è l'uso del contratto derivato per dissimulare un mutuo evidenziato dalla approfondita analisi finanziaria del caso Deutsche Bank AG vs Comune di Busto Arsizio compiuta da SALDARINI, *Finanziamento dissimulato attraverso un contratto di swap di pagamenti*, in questa *Rivista*, 2023, II, 376). Nel caso di specie l'Autore analizza i flussi del complesso derivato e mette in evidenza il fatto che lo swap di pagamenti dissimula un finanziamento.