

I contratti derivati. Una disamina sullo stato dell'arte.

Di ANNA LAURA RUM

Abstract [It]: Il presente contributo si propone di operare un esame sui caratteri dei contratti derivati e sull'utilizzo che ne viene fatto dalla prassi finanziaria, con particolare riferimento all'*interest rate swap*. Verrà dato puntualmente conto di un recente approdo giurisprudenziale delle Sezioni Unite della Cassazione, intervenute nel 2020, la cui vicenda processuale vedeva coinvolti un Ente locale e un istituto bancario, col quale sono stati fissati importanti principi di diritto in punto di rapporto fra funzione economico-individuale dei derivati e meritevolezza e di organo comunale competente a dare l'autorizzazione alla conclusione di un contratto di *swap*.

Abstract [En]: *This article analyses the main features of the derivative contracts (financial contracts that obligate the contracts' buyers to purchase an asset at a pre-agreed price on a specified future date) and their use by financial practice in Italy, especially the "interest rate swap".*

Finally, Sezioni Unite of Corte di Cassazione's pronouncement, referring to a derivative contract between a local authority and a bank, about the cause of the contract, and the local authority branch qualified to authorize the local authority to sign the derivative contract, in particular the "interest rate swap", will be analysed in depth.

Sommario: 1. Introduzione. 2. I contratti derivati: disciplina, oggetto, causa. 3. Il recente approdo delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione: la sentenza n. 8770 del 2020. 3.1 La vicenda processuale sottoposta all'attenzione delle Sezioni Unite. 3.2 La soluzione della Suprema Corte. 4. Considerazioni finali sui contratti derivati, allo stato dell'arte. 5. Bibliografia.

1.Introduzione.

I contratti derivati, in ragione di scarse indicazioni normative, che aiutino a delinearne i caratteri, nonché della tecnicità e complessità della materia, sono da sempre forieri di criticità interpretative, tanto che dottrina e giurisprudenza sono giunte a conclusioni non sempre uniformi.

Il recente approdo delle Sezioni Unite, del 2020, da molti atteso come risolutorio delle tante incertezze, ha, tuttavia, lasciato aperti alcuni interrogativi, come verrà dato conto nel prosieguo.

2. I contratti derivati: disciplina, oggetto, causa.

I contratti derivati non sono compiutamente delineati a livello normativo: l'art. 1 del TUF, d.lgs. 58/98, ne indica talune tipologie.

I contratti derivati si caratterizzano per il carattere specifico di presentare un valore che deriva dall'andamento di una attività, oppure dal verificarsi, nel futuro, di un evento osservabile oggettivamente, quali, ad esempio, un'obbligazione, un'azione, un indice, un tasso di interesse, la disponibilità di una materia prima o, persino, un evento meteorologico.

La varietà appare il tratto distintivo dei derivati.

L'attività o l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il *sottostante* del prodotto derivato.

Tali strumenti finanziari sono utilizzati, principalmente, per tre finalità: di garanzia o copertura, per ridurre il rischio finanziario, legato al sottostante, di un portafoglio preesistente; speculativa, per assumere esposizioni al rischio e conseguire un profitto; di arbitraggio, per conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante, tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione.

Il problema più complesso dei derivati riguarda la determinazione del loro valore: tale aspetto è considerato particolarmente critico e richiede un'approfondita analisi, posto che la variazione avviene in connessione all'andamento del sottostante, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica.

Sotto il profilo causal-funzionale, è stato affermato da parte della dottrina che la causa dei derivati è lo scambio in sé, ma il recente approdo giurisprudenziale delle Sezioni Unite del 2020 si fonda sul concetto di meritevolezza degli interessi concretamente perseguiti dalle parti e valorizza le modalità di conclusione dell'accordo, in considerazione delle parti contraenti.

3. Il recente approdo delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione: la sentenza n. 8770 del 2020¹.

3.1 La vicenda processuale sottoposta all'attenzione delle Sezioni Unite.

Le Sezioni Unite si sono pronunciate su un caso che vedeva coinvolte, quali parti processuali, una banca e un Ente locale, il Comune di Cattolica.

¹ In www.italgiure.giustizia.it

La vicenda sottoposta all'attenzione del Supremo Consesso ha ad oggetto un particolare tipo di contratto derivato: l'*interest rate swap*. Esso risulta essere la forma più diffusa di *swap* apprezzabile nella prassi finanziaria.

In forza di questo tipo di derivato, le parti si obbligano, per un periodo di tempo, da esse predeterminato, allo scambio reciproco del pagamento della differenza dei tassi di interesse che entrambe dovrebbero corrispondere per il finanziamento di un capitale iniziale.

Quindi, le parti scambiano fra loro la differenza fra i due interessi, che normalmente sono l'uno fisso e l'altro variabile, ad esempio, indicizzato a un tasso.

Ora, se la parte che ha contratto un finanziamento con interessi fissi ritiene che il tasso cui è indicizzato l'altrui interesse sarà minore del suo interesse, la parte che ha contratto un finanziamento a interesse variabile indicizzato, invece, ritiene che il tasso-indice sarà maggiore dell'interesse fisso dell'altra.

Ecco come si realizza lo scambio di pagamento e la potenziale convenienza per le parti di "rischiare".

Un contratto derivato può essere definito *par*, quando equilibrato oppure *non par*, quando è presente uno squilibrio di partenza fra le prestazioni dedotte in contratto.

Generalmente, un contratto derivato è *non par* quando concluso fra un intermediario finanziario e un cliente, e lo squilibrio è a svantaggio di quest'ultimo, tanto che l'intermediario finanziario è solito pagare una somma a titolo di posta per il riequilibrio, denominata *upfront*.

Tale somma, tuttavia, si dimostra, spesso, nella realtà dei traffici commerciali, inadeguata a riequilibrare in concreto le prestazioni dedotte in contratto. E, infatti, talvolta, la corresponsione della somma *upfront* si rivela un vero e proprio finanziamento fatto dall'intermediario al cliente, perché quest'ultimo dovrà poi restituirla a fine rapporto, e in misura maggiorata, qualora le due posizioni contrattuali si ricollochino in posizione di squilibrio, a svantaggio del cliente, nel corso di esecuzione dello *swap*.

La misura del potenziale disequilibrio fra i due tassi, nel corso dell'esecuzione del rapporto, è data dal parametro del c.d. *mark to market*, un valore estimatorio, per il futuro, necessario per delineare l'oggetto del contratto di *swap*, che ai sensi dell'art. 1346 c.c. deve essere possibile, lecito, determinato o determinabile, pena la nullità del contratto.

Il ricorso pone, dunque, due questioni, strettamente connesse, che sono centrali per vagliare la validità dei contratti di *swap* conclusi, in generale, dai Comuni: quella sulla possibilità di qualificare l'assunzione dell'impegno dell'ente locale, che stipuli il contratto avente ad oggetto il nominato

derivato, come indebitamento, finalizzato a finanziare spese diverse dall'investimento, e quella concernente l'individuazione dell'organo chiamato a deliberare un'operazione siffatta.

3.2 La soluzione della Suprema Corte.

Secondo la Suprema Corte, si è posta la necessità - prima di mettere a fuoco i temi oggetto di rimessione da parte della sezione semplice - di allargare lo sguardo al fenomeno sottostante la controversia.

La materia dei derivati, che interessa varie branche del diritto, è oggetto dell'attenzione di dottrina e giurisprudenza da anni, risultando controversa anche l'esistenza di una definizione unificante del fenomeno dei derivati.

Infatti, la mancanza nel nostro ordinamento di una definizione generale di «contratto derivato» si spiega con la circostanza che i derivati sono stati creati dalla prassi finanziaria e, solo in seguito, sono stati in qualche misura recepiti dalla regolazione del sistema giuridico.

La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei derivati rende, però, complessa l'individuazione della ricercata nozione unitaria, dovendosi tenere conto che il fenomeno è forse comprensibile in maniera globale solo in un'ottica economica.

Per questo, la Corte afferma che ciò giustifica, quindi, la previsione dell'articolo 1, comma 2 bis, T.u.f., che contiene una delega al Ministro dell'Economia e Finanze per identificare nuovi potenziali contratti derivati: nella sostanza, il legislatore italiano ha seguito quello eurounitario, optando per una elencazione di molteplici figure e lasciando all'interprete il compito della *reductio ad unum*, laddove possibile.

Rileva la Suprema Corte che il caso sottoposto alla sua attenzione vede al centro dell'indagine lo *swap* e, in particolare, quello più diffuso di tutti, il cd. *interest rate swap*.

Posto che l'*interest rate swap* è il contratto derivato che prevede l'impegno reciproco delle parti di pagare l'una all'altra, a date prestabilite, gli interessi prodotti da una stessa somma di denaro, presa quale astratto riferimento e denominato nozionale, per un dato periodo di tempo, gli elementi essenziali di un *interest rate swap* sono stati individuati, dalla stessa giurisprudenza di merito, ne:

- a) la data di stipulazione del contratto (*trade date*);
- b) il capitale di riferimento, detto nozionale (*notional principal amount*), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo degli interessi;
- c) la data di inizio (*effective date*), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la *trade date*);
- d) la data di scadenza (*maturity date* o *termination date*) del contratto;
- e) le date di pagamento (*payment dates*), cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi;
- f) i diversi tassi di interesse (*interest rate*) da applicare al detto

capitale. Va, peraltro, ancora precisato, secondo il Collegio, che se lo *swap* stipulato dalle parti è *non par*, con riferimento alle condizioni corrispettive iniziali, lo squilibrio così emergente esplicitamente dal negozio può essere riequilibrato con il pagamento, al momento della stipulazione, di una somma di denaro al soggetto che accetta le pattuizioni deteriori e questo importo è chiamato *upfront*.

Ora, il contratto in esame può atteggiarsi ad operazione *non par* non solo in punto di partenza, ma può divenir tale anche con il tempo. In un dato momento lo squilibrio futuro (sopravvenuto) fra i flussi di cassa, che sia attualizzato al presente, può essere oggetto di nuove prognosi ed indurre le parti a sciogliere il contratto.

E per i giudici nomofilattici, per compiere queste operazioni, assume rilievo il cd. *mark to market* (MTM) o costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all'operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello *swap* (il metodo *de quo* consiste, insomma, in una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti).

Il *mark to market* è, dunque, tecnicamente, un valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l'ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale.

Più precisamente, è un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante indici di aggiornamento monetario, che consiste nel conferire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della scadenza naturale.

Le Sezioni Unite, arrivano, quindi, ad affermare che, ad oggi, è assai discussa la questione della causa dello *swap*.

Una giurisprudenza, con l'appoggio di parte della dottrina, tende a vedere nello *swap* la causa della scommessa. Ma per la Corte è difficile accogliere l'idea che un'operazione di *interest rate swap*, destinata a regolare una pluralità di rapporti, per molti anni, muovendo ingentissimi capitali su importanti mercati internazionali, sia da considerare come una qualsiasi lotteria. Infatti, ciò che la distingue dalla comune scommessa è proprio la complessità della vicenda e la professionalità dei soggetti coinvolti.

L'impostazione più attenta rinviene la causa dell'*interest rate swap* nella negoziazione e nella monetizzazione di un rischio, atteso che quello strumento contrattuale: - si forma nel mercato finanziario, con regole sue proprie; di frequente consuetudinarie e tipiche della comunità degli investitori; riguarda un rischio finanziario che può essere delle parti, ma può pure non appartenere

loro; - concerne dei differenziali calcolati su dei flussi di denaro destinati a formarsi durante un lasso temporale più o meno lungo; - è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un'entità specificamente ed esattamente determinata; - è il risultato di una tradizione giuridica diversa dalla nostra.

Affermano le Sezioni Unite che a fini puramente descrittivi e semplificativi, si potrebbe dire che l'*interest rate swap* consiste in una sorta di scommessa finanziaria differenziale (in quest'ultimo aggettivo essendo presente un riferimento alla determinazione solo probabilistica dei suoi effetti ed alla durata nel tempo del rapporto).

E, allora, si è posto un primo problema, riguardante la validità dello strumento contrattuale che abbia al suo interno questo particolare atteggiarsi della causa dello *swap*.

In particolare, si è posto il problema - che è preliminare ad ogni altro pure sollevato dalla sezione semplice - se tali tipi di contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 cod. civ. e siano muniti di una valida causa in concreto.

Infatti, è apparso necessario verificare - ai fini della liceità dei contratti - se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità.

E tale accordo non deve limitarsi al *mark to market*, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi, pur se impliciti.

Secondo i giudici nomofilattici, sotto tale ultimo profilo, va rilevato che le obbligazioni pecuniarie nascenti dal derivato non sono mere obbligazioni omogenee di dare somme di denaro fungibile, perché in relazione alla loro quantificazione va data la giusta rilevanza ai parametri di calcolo delle stesse, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse (nell'*interest rate swap*) e di cambio nel tempo.

Dunque, si osserva che l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario, con la particolarità che il parametro scelto assume, alla scadenza, l'effetto di una molteplicità di variabili. E, a tale proposito, va richiamato l'articolo 23, comma 5, del TUF, il quale dispone che "Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli

analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile".

Tuttavia, però, tale previsione non intende autorizzare *sic et simpliciter* una scommessa, ma delimitare, con un criterio soggettivo, la causa dello *swap*, ricollegandola espressamente al settore finanziario.

In questo modo, è disegnato un modello, ponendosi al massimo ancora il problema se tutti i derivati rispondano ad un unico tipo o se la distinzione tra tali tipi riguardi le classi di derivati o i singoli *swaps*.

Si osserva che l'intermediario finanziario è un mandatario dell'investitore, tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito; sicché ove l'intermediario, nella prestazione del servizio, compia l'operazione quando doveva astenersi o senza il consenso dell'investitore, gli atti compiuti non possono avere efficacia, a prescindere dal fatto che la condotta dell'agente sia qualificata in termini di inadempimento o di nullità, con conseguente risarcimento del danno.

E, allora, in tale quadro di corretto adempimento dell'attività d'intermediazione occorre rilevare anche la deduzione dei cd. costi impliciti, riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici.

Proseguono le Sezioni Unite nel senso di riconoscere l'utilità di considerare gli *swaps* come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa, ora di copertura di rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto e che, perciò, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto, perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile).

Premesso ciò, quindi, le Sezioni Unite passano ad esaminare la questione (che è la base dei quesiti posti dalla sezione semplice) relativa alla stipulazione dei derivati, *swap* ed *interest rate swap*, da parte degli enti pubblici in generale e degli enti locali, in particolare e procedono, preliminarmente, a compiere una disamina del quadro normativo.

Il primo richiamo è all'articolo 35 della legge n. 724 del 1994, che ha stabilito espressamente la possibilità per gli enti territoriali di ricorrere al mercato dei capitali attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari, destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti, e all'articolo 2 del Regolamento di attuazione n. 420 del 1996, nella parte in cui ha previsto il ricorso a strumenti derivati mediante l'attivazione di un *currency swap* come copertura obbligatoria del rischio di cambio nel caso di emissioni obbligazionarie in valuta, la cui finalità è quella di evitare

l'esposizione al rischio di cambio, con precipua attenzione, come espressamente evidenziato dal legislatore, a non "introdurre elementi di rischio".

Ancora, la prima parte dell'articolo 2 del Regolamento n. 420 del 1996 disponeva 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".

In tale contesto, un cambiamento avviene con l'articolo 41 della legge n. 448 del 2001 (finanziaria per il 2002), con il quale, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica (comma 1), è stata estesa agli enti locali la facoltà di emettere titoli obbligazionari (e di contrarre mutui) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza - cd. titoli *bullet* - previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o conclusione di *swaps* per l'ammortamento del debito (comma 2, previsione poi abrogata dall'articolo 62, comma 10, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dall'articolo 3 della legge n. 203 del 2008), il tutto sottoposto ad un potere di coordinamento finanziario in capo al Ministero dell'economia e delle finanze.

Le Sezioni Unite affermano come risulti evidente che il legislatore del 2001 abbia cercato di impedire il *moral hazard* di emettere debito, imponendo un fondo di ammortamento o un *amortizing swap*, cioè uno *swap* che costringesse l'ente pubblico ad effettuare pagamenti alla controparte dello *swap* in una misura per cd. equivalente ad un ipotetico piano di ammortamento del debito contratto dall'ente medesimo. Si è fatto notare come il legislatore abbia in fatto prescritto all'ente pubblico di guadagnare senza rischiare, il tutto all'interno del mercato dell'intermediazione finanziaria dove, connaturata all'operazione, è l'alea di rischio.

La maggior parte delle operazioni in esame sono state realizzate dagli enti locali proprio nella vigenza dell'articolo 41 della legge n. 448 del 2001. Successivamente, il d.m. n. 389 del 2003 e la circolare del 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze hanno regolato l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali relativamente alle operazioni derivate effettuate e agli ammortamenti costituiti dopo il 4 febbraio 2004, elencando le operazioni di finanza derivata vietate e consentite (unicamente nella forma *plain vanilla*) agli enti pubblici, i quali dovevano trattare solo con intermediari titolari di un *rating* non inferiore a quello indicato.

A seguire, poi, la legge n. 244 del 2007 (finanziaria per il 2008) ha chiarito la necessità che le modalità contrattuali, gli oneri e gli impegni finanziari in derivati siano espressamente dichiarati in una nota allegata al bilancio e che gli enti locali attestino di essere a conoscenza dei rischi e delle

caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati. Tale ultima legge ha rafforzato il regime dei poteri di verifica esterni con un richiamo ad un obbligo di trasparenza, con disposizioni poi abrogate dall'articolo 62, comma 10, del d.l. n. 112 del 2008 (intitolato "Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali"), per essere riformulate in termini più stringenti dall'articolo 1, comma 572, della legge n. 147 del 2013 (legge di stabilità per il 2014), che ha modificato l'articolo 62, vietando definitivamente, salvo nei casi individuati dalla stessa norma, alle Province autonome di Trento e di Bolzano e agli enti locali di a) stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati (...); b) procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati in essere alla data di entrata in vigore della presente disposizione; c) stipulare contratti di finanziamento che includono componenti derivate".

Le Sezioni Unite ricordano che, esaminando la questione di legittimità costituzionale dell'art. 62 (Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali) del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, la Corte Costituzionale - con la sentenza n. 52 del 2010 - l'ha ritenuta non fondata in relazione ai due parametri evocati (gli artt. 70 e 77 della Costituzione) ed ha dato chiarimenti valevoli anche per il futuro.

Secondo il Giudice delle Leggi, infatti, la disciplina introdotta con le disposizioni del richiamato art. 62 era diretta a contenere l'esposizione delle Regioni e degli altri enti locali territoriali a indebitamenti che, per il rischio che comportano, possono esporre le rispettive finanze ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione dei relativi contratti, aventi ad oggetto i cosiddetti derivati finanziari (così che, nel caso specificamente esaminato, sussistevano oggettivamente quelle ragioni di straordinarietà e urgenza che giustificavano il ricorso al decreto-legge, volto, da un lato, alla disciplina a regime del fenomeno e, dall'altro, al divieto immediato per gli enti stessi di ricorrere ai predetti strumenti finanziari).

Allora, proseguono le Sezioni Unite, considerato tale basilare insegnamento, la legge n. 147 del 2013 (la cd. legge di stabilità per il 2014) ha, quindi, stabilito che, salvo eccezioni, l'accesso ai derivati è precluso (a pena di nullità eccepibile dal solo ente) agli enti locali.

Si tratta di una normativa primaria di grande importanza la cui *ratio*, sul presupposto della spiccata aleatorietà delle negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari in esame (come espressa dalla Corte Costituzionale, con la menzionata decisione n. 52 del 2010, nell'esigenza di "evitare che possa essere messa in pericolo la disponibilità delle risorse finanziarie pubbliche utilizzabili dagli enti stessi per il raggiungimento di finalità di carattere pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività"), ha portato il legislatore, con l'articolo 1, comma 572, lett. d), di tale

legge, a prevedere, a pena di nullità, rilevabile unicamente dall'ente, la necessità di un'attestazione scritta dell'organo pubblico, competente a firmare tali tipi di contratti, di avere una specifica conoscenza dei rischi e delle caratteristiche del derivato, nonché delle variazioni intervenute nella copertura del sottostante indebitamento.

Le Sezioni Unite commentano che, perciò, non si mostrerà stupore riguardo al fatto che l'attuale regolamentazione sia ritenuta, in dottrina, un valido punto di equilibrio; infatti, le problematiche discusse permangono rispetto ai contratti stipulati in passato dalla P.A.

Infatti, sulla scia di quanto affermato dalla Consulta, le Sezioni Unite osservano come anche per il periodo di vigenza dell'articolo 41 della legge finanziaria per il 2002 e, quindi, fino al 2008 (anno in cui il legislatore ha inserito limiti più stringenti alla capacità degli enti di concludere derivati), il potere contrattuale degli enti locali incontrava sicuri limiti.

Innanzitutto, il derivato per essere ammissibile, doveva essere economicamente conveniente, essendo vietato concludere derivati speculativi. In questo senso, infatti, la Corte Costituzionale ha chiarito, con la decisione n. 52 del 2010 (che si ricollega a quella n. 376 del 2003), che il divieto di concludere contratti speculativi può essere ricondotto, in prima battuta, ai commi 4 e 6, dell'articolo 119 della Costituzione, che, rispettivamente, enunciano il vincolo dell'equilibrio finanziario e la necessaria finalizzazione dell'indebitamento alle spese di investimento (conclusione che è stata rafforzata con l'ulteriore richiamo all'esistenza della materia di legislazione concorrente del "coordinamento della finanza pubblica" di cui all'articolo 117, comma 3, Cost.).

Questo perché i contratti derivati, in quanto aleatori, sarebbero già di per sé non stipulabili dalla P.A., costituendo l'aleatorietà una forte disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introducendo variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa.

Perciò le Sezioni Unite 2020 ritengono doversi concludere che, le disposizioni normative sopra passate in rassegna, che tali possibilità prevedevano, consentivano solo ciò che, normalmente, sarebbe stato vietato, con la conseguenza che dette previsioni erano anzitutto di natura eccezionale e di stretta interpretazione, avendo reso i derivati stipulati dalle pubbliche amministrazioni come contratti tipici, diversamente da quelli innominati conclusi dai privati (per quanto appartenenti all'amplissimo e medesimo *genus*).

Allora, alla luce del quadro normativo e assiologico così delineato, le Sezioni Unite hanno affermato che il riconoscimento della legittimazione dell'Amministrazione a concludere contratti derivati, sulla base della disciplina vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147 del 2013 ne ha escluso la possibilità) e della distinzione tra i derivati di copertura e i derivati speculativi, in base

al criterio del diverso grado di rischiosità di ciascuno di essi, comportava che, solamente nel primo caso, l'ente locale potesse dirsi legittimato a procedere alla loro stipula.

Occorre, tuttavia, procedere alla verifica se non siano riscontrabili altri limiti alla liceità di siffatti tipi contrattuali per la PA.

Ed infatti, restano aperti i problemi generali relativi alla determinatezza (o determinabilità) dell'oggetto del contratto; quelli secondo i quali la validità dell'accordo va verificato in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse, sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali, intese come specie evoluta delle scommesse di pura abilità.

E, secondo i giudici nomofilattici, tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto non deve limitarsi al criterio del *mark to market*, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea.

Esso, anzi, deve concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi, pur se impliciti.

Infatti, l'importanza dei menzionati parametri di calcolo consegue alla circostanza che tramite essi si può realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario, con la particolarità che il parametro scelto assume alla scadenza l'effetto di una molteplicità di variabili.

L'art. 23, comma 5, del TUF, dispone che "Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile", così autorizzandosi non *sic et simpliciter* una scommessa, ma delimitando, con un criterio soggettivo, la causa dello *swap*, ricollegata espressamente al settore finanziario.

Del resto, l'intermediario finanziario è tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito, anche attraverso la deduzione dei cd. costi impliciti, altrimenti riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici, sull'assunto che ciò costituisca un incentivo, affinché l'intermediario raccomandi all'investitore strumenti nei quali la remunerazione è occultata, piuttosto che strumenti da acquisire sul mercato, presso cui il compenso ha la forma della commissione da concordare.

Le Sezioni Unite ritengono che appare corretto l'esame condotto caso per caso, attraverso un approccio concreto ed affermano la *regula iuris*, secondo la quale: *in tema di contratti derivati, stipulati dai Comuni italiani sulla base della disciplina normativa vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147 del 2013 ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso) e della distinzione tra i*

derivati di copertura e i derivati speculativi, in base al criterio del diverso grado di rischiosità di ciascuno di essi, pur potendo l'ente locale procedere alla stipula dei primi con qualificati intermediari finanziari nondimeno esso poteva utilmente ed efficacemente procedervi solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark to market sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio. Quanto al problema dell'indebitamento degli enti pubblici e della competenza a deliberare in ordine ad esso, le Sezioni Unite della Cassazione sostengono la necessità di tenere conto dei rischi connessi alle diverse condizioni di indebitamento, alla durata del debito e alle modalità di estinzione della passività.

In questa ottica, affermano che una rinegoziazione non può essere uno strumento da utilizzare immediatamente per fare fronte alla spesa corrente, soprattutto qualora il suo esito sia di allungare i termini di pagamento del debito originario.

Allora, ritengono che, preliminarmente, bisogna prendere posizione sul concetto di indebitamento e su quello stesso di *upfront*.

Le S.U., in ordine a tale ultima clausola, rilevano che un condivisibile orientamento (sia dottrinale che giurisprudenziale) qualifica le somme così percepite quale finanziamento: gli importi ricevuti a titolo di *upfront* costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'articolo 119 Cost., anche per il periodo antecedente l'approvazione dell'articolo 62, comma 9, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dalla legge n. 133 del 2008 in sede di conversione e, successivamente, sostituito dall'articolo 3 della legge n. 203 del 2008 (finanziaria per il 2009), il quale ha stabilito che "sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità europee (EUROSTAT), l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate costituisce indebitamento dell'Ente".

La normativa del 2008 ha perciò preso atto della natura di indebitamento, rispetto a quanto conseguito con l'*upfront*, senza innovare l'ordinamento.

Pertanto, se il denaro ottenuto con l'*upfront* è da considerare indebitamento, lo stesso non può dirsi degli *interest rate swaps* conclusi dagli enti pubblici, i quali, eventualmente, possono presupporre un indebitamento.

Ed infatti, l'operazione di *swap* va guardata nel complesso, perché il suo effetto può, sostanzialmente, consistere in un indebitamento, com'è dimostrato da quegli enti locali che sono

stati capaci di utilizzare gli *interest rate swaps* alla stregua di mutui e, tramite essi, in concreto, modificare e gestire il livello dell'indebitamento.

In ordine all'organo comunale tenuto ad autorizzare il ricorso agli *interest rate swaps*, la dottrina e la giurisprudenza, per tali ragioni, attribuiscono, in grande prevalenza e, secondo la Corte, condivisibilmente, la relativa competenza al Consiglio comunale.

Più in generale, per le Sezioni Unite, si tratta di valutare sia il caso della ristrutturazione dei debiti da parte dei Comuni, sia quello del loro finanziamento mediante la previsione di una clausola di *upfront*: se in entrambi i casi si tratti o meno di una forma d'indebitamento e, quindi, di materia di competenza consiliare. Com'è noto, infatti, l'articolo 42, comma 2, lett. i), TUEL, stabiliva che «Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: (...) — 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».

A favore della scelta consiliare, oltre che le condizioni sostanziali di tali forme di finanziamento, depone anche la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria. Infatti, la possibilità che i contratti derivati oggetto del contendere, seppur pattuiti da un Comune con lo scopo di rinegoziare in termini più favorevoli i mutui precedenti, comportino spese per l'Amministrazione che li stipula e che tali spese gravino a carico degli esercizi successivi a quello di sottoscrizione del contratto, è un'eventualità non remota, ma connaturata alla natura aleatoria del negozio.

Quindi, secondo le Sezioni Unite, l'organo consiliare deve valutare la convenienza di operazioni che porranno vincoli all'utilizzo di risorse future, precisando che l'attività negoziale dell'ente territoriale deve avvenire secondo le regole della contabilità pubblica che disciplinano lo svolgimento dei compiti propri dell'ente, che utilizza risorse della collettività.

Ancora, si dice che, ove il Comune intenda procedere ad un'operazione di ristrutturazione del debito, deve individuare le principali caratteristiche e le modalità attuative di essa e, poi, selezionare, con una gara, la migliore offerta in relazione non solo allo scopo che mira a raggiungere, ma anche alle modalità che vuole seguire, dovendo la P.A. conformare la sua azione ai principi di economicità e convenienza economica.

Deve tenersi conto che gli enti locali erano obbligati a concludere *swaps* con fini di copertura dichiarati. Ciò significa che era presente un collegamento negoziale *ex lege* e che tale circostanza rendeva necessario l'intervento del Consiglio comunale, poiché il contratto precedente era comunemente un mutuo e, dunque, il collegamento *de quo* riguardava atti che costituivano indebitamento.

Ne derivava che, venendo meno un contratto che costituiva indebitamento, l'*interest rate swap* doveva essere approvato dal Consiglio comunale. Se, invece, il precedente mutuo fosse rimasto in vita, ma, nella sostanza, il rapporto fosse stato modificato (ad esempio, allungando nel tempo l'esposizione debitoria), l'intervento consiliare sarebbe stato, in ogni caso, necessario, perché le condizioni dell'indebitamento sarebbero mutate, incidendo sui costi pluriennali di bilancio.

Per le Sezioni Unite, deve perciò affermarsi che, ove l'*interest rate swap* negoziato dal Comune incida sull'entità globale dell'indebitamento dell'ente, l'operazione economica debba, a pena di nullità della pattuizione conclusa, essere autorizzata dal Consiglio comunale, tenendo presente che la ristrutturazione del debito va accertata considerando l'operazione nel suo complesso, comprendendo - per il principio di trasparenza della contabilità pubblica - anche i costi occulti che gravano sulla concreta disciplina del rapporto di *swap*.

La Corte afferma che il contratto di *swap* ed in particolare — ma non solo — quello che prevedeva una clausola di iniziale *upfront*, costituisce, proprio per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale.

In conclusione, le Sezioni Unite arrivano ad affermare la *regula iuris* secondo cui: *l'autorizzazione alla conclusione di un contratto di swap da parte dei Comuni italiani, specie se del tipo con finanziamento upfront, ma anche in tutti quei casi in cui la sua negoziazione si traduce comunque nell'estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sottostanti ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni, deve essere data, a pena di nullità, dal Consiglio comunale ai sensi dell'articolo 42, comma 2, lett. i), TUEL di cui al D. lgs. n. 267 del 2000 [laddove stabilisce che «Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: (...) - spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi (...)»]; non potendosi assimilare ad un semplice atto di gestione dell'indebitamento dell'ente locale con finalità di riduzione degli oneri finanziari ad esso inerenti, adottabile dalla giunta comunale in virtù della sua residuale competenza gestoria ex art. 48, comma 2, dello stesso testo unico.*

4. Considerazioni finali sui contratti derivati, allo stato dell'arte.

Le Sezioni unite 2020, in materia di contratti derivati, e di *interest rate swaps* in particolare, hanno fissato una serie di punti fermi circa la meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti.

Posto che la causa concreta degli strumenti finanziari derivati può essere di garanzia-copertura, oppure speculativa, o, ancora, di arbitraggio, secondo la Suprema Corte occorre che la parte

contraente debole, poiché non operante in un settore conosciuto, sia informata su ogni singolo contenuto dell'accordo, da parte del contraente forte, intermediario finanziario.

Infatti, proprio dalla conoscenza dei caratteri del contratto, può evincersi la finalità dell'operazione economico-finanziaria.

Quando ciò non è comprensibile, si verifica una potenziale violazione del principio di meritevolezza, che può condurre alla declaratoria di nullità del contratto.

Il 1322 cod. civ. richiede che, con riferimento alla finalità di copertura, le operazioni vengano poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente, e che vi sia elevata correlazione fra oggetto della copertura e strumento finanziario utilizzato.

Ove il rischio fosse accertato come irrazionale, il contratto derivato sarebbe nullo per difetto di meritevolezza.

Secondo i dati riportati da un quotidiano nazionale², la situazione attuale vede quasi 800 Enti locali aver concluso contratti derivati con istituti bancari – intermediari finanziari, secondo un modulo operativo che vede l'Ente destinatario di un prestito da parte della banca, talvolta pagando ad essa anche un'assicurazione, che, però, molto spesso, si rivela una sorta di scommessa sui tassi.

Di fatto, è l'Ente che fa da assicuratore alla banca e se il primo non riesce a conoscere i rischi dell'operazione e quanto si indebita, solo la seconda è in grado di farlo.

Secondo le Sezioni Unite, il principio dell'obbligatorietà dell'indicazione dei futuri scenari probabilistici, a pena di nullità, risponde alle finalità di certezza della spesa pubblica indicata in bilancio dall'Ente locale.

La questione che tutt'oggi resta aperta è se questi principi possano applicarsi anche per i contratti derivati sottoscritti da soggetti privati, rispetto ai quali l'ordinamento, ancora, riconosce una tutela più attenuata.

5. Bibliografia.

GIRINO, *I contratti derivati*, II ed., Giuffrè, 2010

VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Giappichelli, 2013

² GABANELLI, MASSARO, *I derivati che hanno strozzato gli Enti Locali? Non si potevano fare*, in Dataroom Corriere della sera, 28/06/2020, <https://www.corriere.it>