

# Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770

Petitti Presidente – Genovese Estensore

## **Contratti derivati - Requisiti (elementi del contratto) - Causa (nozione, distinzioni) - Derivati conclusi da enti pubblici - Autorizzazione - Organo competente**

(Codice civile, artt. 1322, 1343, 1933, 1346; d.lgs., 18 agosto 2000, n. 267, art. 42, co. 2)

*I contratti derivati swap sono configurabili come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora a una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti, così che la funzione, che l'affare persegue, va individuata esaminando il caso concreto. In mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà pertanto connotato da una irresolutezza di fondo, che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile).*

*Sulla base della disciplina vigente fino al 2013 (quando la legge n. 147/2013 ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso) e della distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi, i contratti derivati swap potevano essere utilmente ed efficacemente conclusi dai Comuni italiani 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 c.d. 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,*



Edizioni  
Ca'Foscari

### Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



**Citation** Galasso, N. (2020). "La decisione delle Sezioni Unite in materia di contratti derivati: profili di criticità della sentenza n. 8770/2020". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 247-284.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/006

247

*introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio.*

*[...] 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'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL di cui al D. Igs. n. 267 del 2000.*

## **RAGIONI DELLA DECISIONE**

**1.** - Il ricorso principale della Banca è articolato in cinque mezzi di cassazione:

**1.1.** - Il primo motivo (che ipotizza una violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., dell'art. 41 della legge n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389, dell'art. 3, commi 16 e 17, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modifiche; dell'art. 1, co. 739, della legge 27 dicembre 2006, n. 296, dell'art. 62 del decreto legge n. 112 del 2008, convertito dalla legge n. 133 del 2008, a sua volta modificato dall'art. 3 della legge n. 203 del 2008, nonché dell'art. 11 prel.), ha ad oggetto l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui il contratto di *swap*, in specie se con previsione di una clausola iniziale di *upfront*, costituisce, per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale.

**1.2.** - Il secondo (intitolato: violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., degli artt. 42, 107, 192 e 202 del d.lgs. n. 267 del 2000, dell'art. 30, co. 15, della I. n. 289 del 2002, dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389), è incentrato sull'affermazione, pure contenuta nella sentenza impugnata, per cui le delibere di accensione degli *swap* debbano essere adottate dal consiglio comunale, in quanto vertenti su «*spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi*».

**1.3.** - Il terzo (con il quale si lamenta la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, c.p.c., dell'art. 30, co. 15, della I. n. 289 del 2002 e dell'art. 202 del d.lgs. n. 267 del 2000, dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389), è svolto in rapporto all'assunto per cui l'*upfront* avrebbe dovuto essere esplicitamente destinato *ab origine* (ossia, sin dal 2003-2004) a spese di investimento. Il mezzo censura altresì il principio, perché - a dire della ricorrente - totalmente privo di base normativa positiva, secondo cui occorresse indicare, negli atti amministrativi approvativi delle operazioni, una presunta destinazione a spese di investimento, atteso che, come diffusamen-

te dedotto con il primo motivo, lo *swap* non ha una funzione di investimento, ma di riequilibrio del debito sottostante, con conseguente inapplicabilità della causa di nullità di cui all'art. 30, co. 15, della legge n. 289 del 2002.

**1.4.** - Il quarto (deducete la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, c.p.c., dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389, e degli artt. 1346, 1367, 1418, 1419, 2729 e 2697 c.c.), è posto in relazione alla necessità, risultante dalla decisione impugnata, di indicare specificamente i mutui sottostanti nei contratti di *swap*, a pena di nullità di questi ultimi, per difetto di causa e di oggetto.

**1.5.** - Il quinto [che lamenta la violazione e falsa applicazione, ex art. 360, n. 3, cod. proc. civ., degli artt. 1418, 1467 e 1469 cod. civ., nonché agli artt. 1, co. 2, lett. d), 21 e 23, co. 5, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dell'art. 41 della I. n. 448 del 2001, dell'art. 3 del d.m. Ministero dell'Economia e delle Finanze 1 dicembre 2003, n. 389] investe l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui la previsione esplicita del valore attuale dei derivati al momento della stipulazione costituirebbe elemento essenziale dell'*interest rate swap*, previsto a pena di nullità.

**2.** - L'unico mezzo di ricorso incidentale condizionato del Comune (che deduce la violazione e falsa applicazione dell'art. 360, n. 3, c.p.c., e dell'art. 30, co. 6 e 7, t.u.f.), infine, riguarda la dichiarata non applicazione della disciplina del *ius poenitendi* alla fattispecie decisa (in quanto applicabile al solo consumatore sprovveduto colto di sorpresa dall'intermediario) e investe un aspetto della vicenda che la Corte di appello ha espressamente qualificato assorbito.

**3.** - La prima sezione civile ha già rilevato che il ricorso pone due questioni, strettamente connesse, che sono centrali per vagliare la validità dei contratti di *swap* conclusi, in generale, dai Comuni: quella relativa alla 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; quella concernente l'individuazione dell'organo chiamato a deliberare un'operazione siffatta (che nel caso in esame è stata disciplinata dal consiglio comunale solo attraverso «linee di indirizzo»); e che, con riguardo al primo dei temi indicati, ci si deve chiedere se, nel periodo che interessa, fosse consentita la conclusione di contratti derivati da parte degli enti locali.

**3.1.** - Si pone, perciò, la necessità - prima di mettere a fuoco i temi oggetto di rimessione da parte della sezione semplice - di allargare lo sguardo al fenomeno sottostante alla odierna controversia.

**4.** - 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 ordina-

mento 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.

**4.1.** - Ciò giustifica, quindi, la previsione dell'art. 1, co. 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.

**4.2.** - Il caso che ci occupa vede al centro dell'indagine lo *swap* e, in particolare, quello più diffuso di tutti, il cd. *interest rate swap* (altrimenti, IRS, specie nella sua forma più diffusa o di base: il cd. *plain vani/la*), ossia quel contratto di scambio (*swap*) di obbligazioni pecuniarie future che, in sostanza, si traduce nel dovere di un Tale di dare all'Altro la cifra 5 (dove 5 è la somma corrispondente al capitale / per il tasso di interesse W) a fronte dell'impegno assunto dell'Altro di versare al Tale la cifra y (dove y è la somma corrispondente al capitale / per il tasso di interesse Z).

**4.3.** - L'*interest rate swap* è perciò definito come un derivato cd. *over the counter* (OTC) ossia un contratto: a) in cui gli aspetti fondamentali sono dati dalle parti e il contenuto non è eteroregolamentato come, invece, accade per gli altri derivati, cd. *standardizzati* o *uniformi*, essendo elaborato in funzione delle specifiche esigenze del cliente (per questo, detto *bespoke*); b) perciò non standardizzato e, quindi, non destinato alla circolazione; c) consistente in uno strumento finanziario rispetto al quale l'intermediario è tendenzialmente controparte diretta del proprio cliente.

**4.4.** - Come per molti derivati, soprattutto quelli OTC, lo *swap*, per quanto appena detto, non ha le caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari, e particolarmente non ha la cd. negoziabilità, cioè quella capacità di rappresentare una posizione contrattuale in forme idonee alla circolazione, in quanto esso tende a non divenire autonomo rispetto al negozio che lo ha generato. Inoltre, benché siano stipulati nell'ambito della prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, ex art. 23, co. 5, Tuf, nei derivati OTC l'intermediario stipula un contratto (con il cliente) ponendosi quale sua controparte.

**4.5.** - Posto che *Vinterest 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 da-

to 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.

**4.6.** - Va, peraltro, ancora precisato 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: questo importo è chiamato *upfront* (e i contratti *non par* che non prevedano la clausola di *upfront* hanno nel valore iniziale negativo dello strumento il costo dell'operazione: nella prassi, il compenso dell'intermediario per il servizio fornito).

**4.7.** - Invero, l'IRS 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. 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).

**4.7.1.** - Nei fatti, per MTM s'intende principalmente la stima del valore effettivo del contratto ad una certa data (anche se, in astratto, il *mark to market* non esprime un valore concreto ed attuale, ma una proiezione finanziaria). 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.

**5.** - In un tale quadro di illustrazioni del fenomeno che va sotto il nome di *IRS* è assai discussa la questione della causa dello *swap*.

**5.1.** - Una giurisprudenza, con l'appoggio di parte della dottrina, tende a vedere nello *swap* la causa della scommessa. Ma 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, apparendo palese come lo *swap* abbia ben poco in comune con lo schema della scommessa di cui agli articoli da 1933 a 1935 cod. civ., della natura contrattuale della quale vi è pure stata discussione in dottrina.

**5.2.** - Ciò che distingue l'*IRS* dalla comune scommessa è proprio la complessità della vicenda e la professionalità dei soggetti coinvolti, sicché l'impostazione più attenta rinviene la causa dell'*IRS* 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.

**5.3.** - A fini puramente descrittivi e semplificativi, si potrebbe dire che l'*IRS* 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).

**6.** - Sicché si pone con immediatezza un primo problema, riguardante la validità dello strumento contrattuale che abbia al suo interno questo particolare atteggiarsi della causa dello *swap*.

**6.1.** - In particolare, ci si pone 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.

**6.2.** - Infatti, appare 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 pro-

babilistici, 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.

**6.3.** - 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'IRS) e di cambio nel tempo. Sicché 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.

**6.4.** - A tale proposito, va richiamato l'art. 23, co. 5, del t.u.f., 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'art. 18, co. 5, lettera a), non si applica l'art. 1933 del codice civile*». Ma 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*.

**6.5.** - Infatti, 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.

**6.6.** - 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.

**6.6.1.** - Assume rilievo, perciò, la questione del conflitto di interessi fra intermediario e cliente, poiché nei derivati OTC, a differenza che in quelli uniformi, tale conflitto è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente. Va escluso il rilievo, ai fini della individuazione della causa tipica, delle funzioni, di speculazione o di copertura, dei derivati OTC perseguite dalle parti, anche se dà ad esse peso, ad esempio, per il giudizio di conformità all'interesse *ex art. 21 t.u.f.* e per quello di adeguatezza ed appropriatezza.

**6.7.** - Appare perciò utile considerare gli *swap* 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).

**7.** - Dopo aver fatto queste necessarie premesse può passarsi ad esaminare la questione (che è la base dei quesiti posti dalla sezione semplice) relativa alla stipulazione dei derivati, *swap* ed IRS, da parte degli enti pubblici in generale e degli enti locali, in particolare.

**7.1.** - Va innanzitutto compiuto una disamina del quadro normativo.

**7.1.1.** - Il primo richiamo è all'art. 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'art. 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*».

**7.1.2.** - La prima parte dell'art. 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».

**7.1.3.** - In tale contesto, un cambiamento avviene con l'art. 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 (co. 2, previsione poi abrogata dall'art. 62, co. 10, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dall'art. 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.

**7.1.4.** - Risulta evidente come 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 [Lo *swap* appena descritto ha finalità certamente non speculative (ammortamento del debito) e, comunque, richiede, contestualmente, la convenienza economica dell'operazione. 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].

**7.1.5.** - La maggior parte delle operazioni in esame sono state realizzate dagli enti locali proprio nella vigenza dell'art. 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. **7.1.6.** - 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'art. 62, co. 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'art. 1, co. 572, della legge n. 147 del 2013 (legge di stabilità per il 2014), che ha modificato l'art. 62, vietando definitivamente, salvo nei casi individuati dalla stessa norma, alle Province autonome di Trento e di Bolzano e agli enti locali di «3. [...] 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*».

**7.2.** - 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.

**7.2.1.** - 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 inde-

bitamenti 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).

**7.3.** - 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 eccezionale dal solo ente) agli enti locali.

**7.3.1.** - 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'art. 1, co. 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.

**7.3.2.** - Non si mostrerà stupore, perciò, 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.

**8.** - Osserva la Corte che il menzionato percorso normativo, per quanto tormentato e non sempre lineare, consente di poter concludere che, anche per il periodo di vigenza dell'art. 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.

**8.1.** - Innanzitutto, il derivato per essere ammissibile, doveva essere economicamente conveniente essendo vietato concludere derivati speculativi. La Corte costituzionale, infatti, 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'art. 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'esisten-

za della materia di legislazione concorrente del «*coordinamento della finanza pubblica*» di cui all'art. 117, co. 3, Cost.).

**8.2.** - Infatti, i contratti derivati, in quanto aleatori, sarebbero già di per sé non stipulabili dalla P.A., poiché l'aleatorietà costituisce una forte disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introducendo variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa. Perciò bisogna 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*).

**8.3.** - Sicché, alla luce del quadro normativo e assiologico così delineato, può già formularsi una prima conclusione, secondo la quale: 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.

**9.** - E però, tanto non esaurisce il problema portato all'esame di queste Sezioni unite, dovendosi - pur nell'ambito del percorso astrattamente ammissibile - verificare se non siano riscontrabili altri limiti alla liceità di siffatti tipi contrattuali per la PA.

**9.1.** - Restano infatti 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.

**9.2.** - E 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 deve concernere la misura qualitative e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi, pur se impliciti.

**9.3.** - 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.

**9.4.** - Si è già richiamato l'art. 23, co. 5, del t.u.f., 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'art. 18, co. 5, lettera a), non si applica l'art. 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.

**9.5.** - 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 OTC, nei quali la remunerazione è occultata, piuttosto che strumenti da acquisire sul mercato, presso cui il compenso ha la forma della commissione da concordare.

**9.6.** - Con la possibilità di riconoscere una ipotesi di conflitto di interessi fra intermediario e cliente, poiché nei derivati OTC, a differenza che in quelli uniformi, tale conflitto è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente.

**9.7.** - Appare perciò corretto l'esame condotto caso per caso, attraverso un approccio concreto; quell'approccio che ha portato il giudice di merito ad affermare le conseguenze sanzionatorie in quei rapporti contrattuali, considerato che: a) in nessuno dei contratti al suo esame figurava la determinazione del valore attuale degli stessi al momento della stipulazione (cd. *mark to market*), che un'attenta e condivisibile giurisprudenza di merito riteneva «*elemento essenziale dello stesso ed integrativo della sua causa tipica (un'alea razionale e quindi misurabile) da esplicitare necessariamente ed indipendentemente dalla sua finalità di copertura (hedging) o speculativa*»; b) la potenziale passività insita in ogni contratto di *swap* trova una sua evidenza concreta ed attuale nella clausola di *upfront*, in fatto presente in due dei tre rapporti sostanziali oggetto di giudizio.

**9.8.** - In relazione, a tali profili, pertanto i mezzi di ricorso n. 3, 4 e 5 sono infondati e devono essere respinti dovendosi affermare 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.

**10.** - E però, tanto non esaurisce il problema portato all'esame di queste Sezioni, in ragione dei restanti motivi (1 e 2) di ricorso, aventi ad oggetto il problema dell'indebitamento degli enti pubblici e della competenza a deliberare in ordine ad esso.

**10.1.** - Al fine di considerare risolto tale problema, non basta, infatti, una mera riduzione del tasso d'interesse nell'esercizio finanziario, dovendosi tenere conto, altresì, dei rischi connessi alle diverse condizioni di indebitamento, alla durata del debito e alle modalità di estinzione della passività. In questa ottica, si è affermato 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.

**10.1.1.** - Preliminarmente, però, bisogna prendere posizione sul concetto di indebitamento e su quello stesso di *upfront*.

**10.1.2.** - In ordine a tale ultima clausola, un condivisibile orientamento (sia dottrinale che giurisprudenziale) qualifica le somme così percepite quale finanziamento.

**10.1.3.** - Gli importi ricevuti a titolo di *upfront* costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., anche per il periodo antecedente l'approvazione dell'art. 62, co. 9, del d.l. n. 112 del 2008, come modificato dalla legge n. 133 del 2008 in sede di conversione e, successivamente, sostituito dall'art. 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 di quanto conseguito con l'*upfront*, senza innovare l'ordinamento.

**10.1.4.** - Peraltro, 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. 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 IRS alla stregua di mutui e, tramite essi, in concreto, modificare e gestire il livello dell'indebitamento (Senza dire che detti IRS si fondavano tendenzialmente, per legge, su un precedente indebitamento).

**10.2.** - In ordine all'organo comunale tenuto ad autorizzare il ricorso agli IRS, la dottrina e la giurisprudenza perciò attribuiscono, in

grande prevalenza e condivisibilmente, la relativa competenza al Consiglio comunale.

**10.3.** - Più in generale, si tratta di valutare sia il caso della ristrutturazione dei debiti da parte dei Comuni e 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. Poiché, com'è noto, l'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL, stabiliva che «*Il consiglio ha competenza limitata 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*».

**10.4.** - 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.

**10.4.1.** - 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. Pertanto, 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.

**10.4.2.** - 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.

**10.5.** - Peraltro, la conclusione degli IRS si traduceva sovente nell'estinzione dei precedenti rapporti. Ne derivava che, venendo meno un contratto che costituiva indebitamento, l'IRS 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'in-

tervento consiliare sarebbe stato, in ogni caso, necessario, perché le condizioni dell'indebitamento sarebbero mutate, incidendo sui costi pluriennali di bilancio.

**10.6.** - Deve perciò affermarsi che, ove l'IRS 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*.

**10.7.** - Ne deriva che non è censurabile la sentenza impugnata che ha ritenuto pienamente fondato il rilievo del Comune per il quale il contratto di *swap* ed in particolare - ma non solo - quello che prevedeva una clausola di iniziale *upfront*, costituisse, proprio per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale.

**10.8.** - In conclusione, anche tali ulteriori motivi devono essere respinti, in ossequio alla *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'art. 42, co. 2, lett. i), TUEL di cui al D. Igs. 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, co. 2, dello stesso testo unico*.

**11.** - Il ricorso principale, complessivamente infondato deve essere respinto, con assorbimento dell'unico motivo del ricorso incidentale condizionato, del Comune.

**11.1.** - Le spese processuali sono compensate per la novità e controvertibilità delle questioni ora decise.

### **P.Q.M.**

La Corte, a Sezioni Unite,

Rigetta il ricorso principale, assorbito l'incidentale.

Spese compensate.

Ai sensi dell'art. 13, co. 1-*quater*, del d.P.R. n. 115 del 2002, inserito dall'art. I, co. 17, della legge n. 228 del 2012, dichiara che sussistono i presupposti per il versamento, da parte del ricorrente principa-

le, dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per il ricorso, a norma del co. *1-bis* dello stesso art. 13. Così deciso in Roma, nella Camera di consiglio delle Sezioni unite civili della Suprema Corte di cassazione, l'8 ottobre 2019.

L'Estensore  
Francesco Antonio Genovese



# La decisione delle Sezioni Unite in materia di contratti derivati: profili di criticità della sentenza n. 8770/2020

Nicolò Galasso

Dottorando di ricerca in Diritto, mercato e persona nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

**Abstract** The ruling of the Supreme Court declares a derivative contract null and void due to the lack of informative elements, such as the mark to market, the probabilistic scenarios and the hidden costs. The failure to indicate these elements determines the lack of a clear and defined causal profile of the contract. The Court arrives at this solution, focusing only on the principles of civil law, leaving aside, however, the specific rules contained in the t.u.f.

**Keywords** Contratti derivati. Requisiti (elementi del contratto). Causa (nozione, distinzioni). Derivati conclusi da enti pubblici. Autorizzazione. Organo competente.

**Sommario** Derivative contracts. Requirements (elements of the contract). Cause of the contract (notion, distinctions). Derivatives concluded by public entities. Authorization. Competent body.

## 1 Premessa

Con la sentenza n. 8770/2020 le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione si sono pronunciate sulla questione della legittimità dei contratti derivati stipulati dagli enti locali<sup>1</sup>. La sentenza non si limita ad analizzare i profili di carattere pubblicistico, ma si è concentrata, in via preliminare, su aspetti e tematiche di carattere generale che

---

<sup>1</sup> Con riferimento ai contratti conclusi dagli enti locali si vedano: D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare, caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 171 ss.; F. CAPRIGLIONE, *I "derivati" dei Comuni Italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca, bors. tit. cred.*, 2014, I, p. 265 ss.; E. PIRAS, *Contratti derivati ed enti locali, in Contratto e mercato*, a cura di Corrias, Milano, 2013, p. 889 ss.; M. ANTONIOLI, *Enti pubblici e strumenti finanziari: I nuovi confini della finanza globale*, in *Dir. econ.*, 2011, p. 19 ss.; L. NADOTTI, *Derivati ed economie regionali*, in *Econ. dir. terz.*, 2011, p. 421 ss.; A. CARLEO, C.D. MOTTURA, L. MOTTURA, *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Foro amm.*, 2011, p. 1085 ss.; F.R. FANTETTI, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, p. 739 ss.; G. MACI, *I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali*, Napoli, 2009; L. PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Riv. Corte Conti*, 2009, p. 234 ss.; M. ATELLI, *Niente più derivati per gli enti locali (commento all'art. 3 l. 22 dicembre 2008, n. 203)*, in *Obbl. contr.*, 2009, p. 275 ss.

prescindono dalla natura pubblica di una delle parti del contratto<sup>2</sup>.

Le questioni sollevate dall'ordinanza di rinvio emessa dalla prima sezione sono le seguenti: «a) se lo *swap*, in particolare quello che preveda un *upfront* - e non sia disciplinato *ratione temporis* dalla l. n. 133/2008, di conversione del d.l. n. 112/2008 - costituisca per l'ente locale un'operazione che generi un indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, a norma dell'art. 30, co. 15, l. n. 289/2002; b) se la stipula del relativo contratto rientri nella competenza riservata al Consiglio comunale implicando una delibera di spesa che impegni i bilanci per gli esercizi successivi, giusta l'art. 42, co. 2, lett. i), t.u.e.l.»<sup>3</sup>.

Le Sezioni Unite, prima di procedere ad una trattazione delle domande oggetto dell'ordinanza di rinvio, hanno però affrontato alcune questioni preliminari concernenti la nullità dei contratti derivati per omessa indicazione di elementi del contratto ritenuti essenziali, quali il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti.

La pronuncia della Corte ha incontrato la critica di una parte della dottrina, la quale non solo ne ha stigmatizzato l'impianto strutturale, ma ha anche lamentato una violazione del principio giuridico della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato. Mentre infatti l'ordinanza di rimessione chiedeva di pronunciarsi sulla legittimità del contratto derivato alla stregua delle regole di finanza pubblica degli enti locali, le SS.UU. sono andate oltre, con l'obiettivo di mettere la parola ultima su molti dei temi che dividono giurisprudenza e dot-

<sup>2</sup> Senza pretesa di completezza, in tema di contratti derivati si vedano: F. CAPRIGLIONE, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, p. 363 ss.; G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 15 ss.; F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 324 ss.; G. GABRIELLI, *Operazioni sui derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 1133 ss.; E. BARCELLONA, *Note su derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, p. 652 ss.; Id., *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una "definizione"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, p. 541 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, Milano, 2014; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011; F. ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 106 ss.; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 84 ss.; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 24 ss.; G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Pers. merc.*, 2015, p. 137 ss.; M. BARCELLONA, *Della causa, il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015; C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016; G. BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 450 ss.

<sup>3</sup> Cfr. Cass., sez. I, ord. rim. SS.UU., 10 gennaio 2019, n. 493.

trina in materia di derivati<sup>4</sup>.

Sebbene la sentenza oggetto di questa nota non sia esente da aspetti controversi e criticità, le perplessità circa un possibile vizio di *ultra petita* non meritano tuttavia di essere condivise: come sottolineato da un'attenta analisi da parte di una certa dottrina, «un conto è discorrere della stretta correlazione tra pronuncia giudiziale e quanto dedotto dalle parti; altro conto, assai diverso, è il rapporto che si instaura tra ordinanza interlocutoria di remissione e decisione delle sezioni unite»<sup>5</sup>.

La Suprema Corte di Cassazione si pronuncia, in questo caso, nella sua speciale composizione a Sezioni Unite, ai sensi dell'art. 374 c.p.c., al fine di decidere di un ricorso che presenta una questione di massima di particolare importanza. Ai sensi dell'art. 142 disp. att. c.p.c., qualora nel ricorso siano contenuti motivi di competenza delle sezioni semplici insieme con motivi di competenza delle Sezioni Unite, a queste ultime non viene devoluta solo la specifica questione oggetto dell'ordinanza di remissione, ma l'intero ricorso. L'art. 142 disp. att. c.p.c. lascia, quindi, alle Sezioni Unite la facoltà, ma non il dovere, dopo aver deciso i motivi di propria competenza, di rimettere alla sezione semplice la causa per la decisione degli ulteriori motivi. Per ragioni di opportunità e di economia processuale, la Corte nel suo massimo consenso, nel caso di specie, ha deciso di pronunciarsi su tutto il ricorso affrontando non solo le questioni oggetto dell'ordinanza di remissione, ma anche quelle preliminari concernenti la nullità del contratto derivato per difetto di causa in concreto.

A ben vedere, una siffatta scelta appare condivisibile: prima di trattare nello specifico le questioni di natura pubblicistica è necessario «allargare lo sguardo al fenomeno sottostante all'odierna controversia», andando ad individuare quelli che sono gli elementi essenziali del contratto di *interest rate swap*<sup>6</sup>. Sono proprio tali questioni preliminari lo snodo più interessante e controverso della sentenza.

## 2 L'upfront come forma di indebitamento e le nullità "pubblicistiche"

La questione sottoposta alle Sezioni Unite dalla prima sezione civile ruota attorno alla possibile qualifica come fonte di indebitamento di

<sup>4</sup> Così R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite? (Commento a Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770)*, in *dirittobancario.it*. Del medesimo avviso è anche A. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, in *Il sole 24 ore*, 29 maggio 2020.

<sup>5</sup> Cfr. F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*, in *dirittobancario.it*.

<sup>6</sup> Cfr. F. SARTORI, *loc. ult. cit.*

tre contratti derivati, stipulati dal Comune di Cattolica, i quali prevedevano il pagamento di un *upfront*, con la finalità non esplicitata di coprire un precedente mutuo stipulato dall'ente locale.

Sebbene solo con la l. n. 133/2008<sup>7</sup> (entrata in vigore in un momento successivo alla conclusione dei contratti investiti dalla controversia decisa dalla Cassazione) il legislatore abbia stabilito per la prima volta che il premio incassato al momento del perfezionamento del contratto derivato costituisca indebitamento per l'ente comunale, la qualificabilità come indebitamento, ai fini contabili, può essere desunta dalla natura stessa della clausola di *upfront*.

L'*upfront* consiste, infatti, in un pagamento iniziale che una delle parti incassa al momento della stipula del contratto. Tale somma viene corrisposta inizialmente per bilanciare un valore negativo dell'*interest rate swap* per una delle parti, poiché il contratto derivato non riflette il livello dei tassi di mercato (derivato *non par*)<sup>8</sup>. Pertanto, appare condivisibile la ricostruzione per cui oggi l'operazione attraverso la quale un ente riceve del denaro, impegnandosi a pagare dei flussi di denaro dovuti al differenziale negativo del derivato, sia assimilabile a un finanziamento<sup>9</sup>.

Le Sezioni Unite hanno al riguardo confermato quanto enunciato dalla Corte di Appello di Bologna, riconoscendo che gli importi ricevuti a titolo di *upfront* «costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., anche per il periodo antecedente l'approvazione dell'art. 62, co. 9, d.l. n. 112/2008, come modificato dalla legge n. 133/2008 in sede di conversione e, successivamente, sostituito dall'art. 3 della l. n. 203/2008 (finanzia-

---

<sup>7</sup> Cfr. art. 62, co. 3-bis, l. n. 133/2008, che modifica l'art. 3, co. 17, secondo periodo, l. n. 350/2003.

<sup>8</sup> Cfr. M. LEMBO, *L'analisi giuridica delle rinegoziazioni e dell'upfront*, in *dirittobancario.it*. Con riferimento alla definizione di *upfront* si vedano anche: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 265; R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORILE, *Altri temi in materia economico aziendale derivati e usura: brevi riflessioni tecniche*, in *Riv. dott. comm.*, 2019, p. 233; F. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 887 ss.; D. IMBRUGLIA, *Contratti bancari - derivati, up front ed enti locali: la parola alle Sezioni Unite*, in *Giur. it.*, 2020, p. 71 ss.

<sup>9</sup> Cfr. V. CUSUMANO, *Le Sezioni Unite sull'acquisto di swap da parte dei comuni*, in *dirittobancario.it*. Si vedano anche: D. IMBRUGLIA, *op. cit.*, p. 71; R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORILE, *op. cit.*, p. 233. In senso ancora più critico E. GIRINO, *op. cit.*, p. 401 individua nel «ricorso a siffatto metodo di negoziazione [...] la ragione principale della degenerazione debitoria registrata sulle posizioni derivative degli ultimi anni e, insieme, la causa stessa della violenta reazione opinionistica all'uso dei derivati e della connessa "presunzione di maleficio" intrinseco allo strumento». Del medesimo avviso della citata dottrina è anche la Corte dei Conti, che in un parere espresso nell'ambito della Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, inviata alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati il 3 marzo 2005, il quale appunto sostiene l'alterazione, per effetto dell'*up front payment*, della causa dello *swap* in vero e proprio finanziamento.

ria 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 delle operazioni derivate costituisce indebitamento dell'Ente. La normativa del 2008 ha perciò preso atto della natura di indebitamento di quanto conseguito con l'*upfront*, senza innovare l'ordinamento»<sup>10</sup>.

Le Corte ha poi riconosciuto come fondato il rilievo per cui i contratti in questione violerebbero l'art. 119 Cost., in base al quale gli enti locali possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. Siffatte operazioni possono pertanto essere ritenute legittime nella misura in cui risulti che l'indebitamento, insito nei contratti derivati stipulati dal Comune, sia stato impiegato per finanziare spese di investimento<sup>11</sup>. L'art. 30, co. 15, l. n. 289/2002 sanziona con la nullità i contratti conclusi dagli enti locali in violazione dell'art. 119 Cost.

La seconda questione sottoposta dall'ordinanza di remissione alle SS.UU. potrebbe definirsi un corollario della prima. Infatti se il ricorso ad uno strumento derivato con previsione di un *upfront* costituisce indebitamento ai sensi dell'art. 30, co. 15, l. n. 289/2002, appare allora necessario che tale indebitamento venga autorizzato dal Consiglio Comunale, unico organo legittimato e competente ai sensi dell'art. 42 d.lgs n. 267/2000 (t.u.e.l.)<sup>12</sup>.

Anche in questo caso, le Sezioni Unite confermano la decisione della Corte di Appello, ribadendo la necessità di assicurare il coinvolgimento degli schieramenti assembleari di minoranza, i quali sono chiamati ad esercitare un controllo sull'operazione finanziaria, stante la possibilità concreta che i contratti derivati comportino spese per l'amministrazione, e che tali spese gravino sugli esercizi successivi a quello di sottoscrizione del contratto<sup>13</sup>.

Le conclusioni a cui giunge la Suprema Corte per quanto concerne gli strumenti derivati negoziati dagli enti locali, seppur condivisibili e caratterizzate da un elevato rigore logico, assumono, nell'attuale quadro legislativo<sup>14</sup>, un ruolo del tutto marginale, dato che la

**10** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 10.1.3.

**11** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 2.5.

**12** La competenza del Consiglio Comunale sembra chiaramente desumersi dal tenore letterale dell'art. 42, co. 2, lett. h) e i), le quali sanciscono una competenza esclusiva del suddetto organo in materia di: «h) contrazione di mutui e aperture di credito non previste espressamente in atti fondamentali del consiglio ed emissioni di prestiti obbligazionari; i) 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».

**13** Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 10.4.

**14** Appare interessante ripercorrere brevemente l'*iter* normativo che ha portato all'attuale quadro legislativo. Come evidenziato da D. IMBRUGLIA, *op. cit.*, p. 71 ss. con la crisi

l. n. 147/2013 ha sostanzialmente limitato la possibilità da parte degli enti locali di concludere tali contratti<sup>15</sup>.

Ciò induce a dare maggiore attenzione, nell'analisi della sentenza, più che alla trattazione della questione specifica oggetto dell'ordinanza di rinvio, al discorso che la Corte compie circa la natura giuridica dei contratti di *interest rate swap*.

Questo discorso, che investe non solo i contratti derivati stipulati dagli enti locali, bensì l'intera categoria degli strumenti finanziari derivati, merita una riflessione più approfondita, date le numerose criticità che sembrano emergere dalla sentenza in oggetto.

finanziaria si è assistito «in primo luogo, ad una vera e propria lotta alle condotte più distorsive. Tale stretta ha colpito, in primis, l'uso improprio dell'*up front*. Come noto, a fronte della costante riduzione delle risorse trasferite in capo agli enti locali, questi ultimi iniziarono a sottoscrivere *swaps* che prevedevano, al momento della loro conclusione, l'incasso di premi (*up front*), così da raccogliere risorse per far fronte alle spese crescenti (e non, quindi, investimenti). Ciò, come visto, determinò la scelta del legislatore secondario di porre una misura massima all'*up front* (1% del nozionale della sottostante passività) e, in un secondo momento, costrinse quello ordinario a qualificare espressamente la somma incassata al momento del perfezionamento dello *swap* (*up front*) come un indebitamento al pari del mutuo, così da renderne necessario, ex art. 119, co. 6, Cost. e art. 202 t.u.e.l., il collegamento con investimenti e impedirne l'impiego per le spese correnti. In secondo luogo, con l'acuirsi della crisi finanziaria e l'aumento dell'esposizione dei soggetti periferici, dapprima si restrinse il novero di strumenti derivati che gli enti locali potevano sottoscrivere (anche prevedendo la nullità degli accordi assunti in violazione della normativa) ed, in seguito, si vietò *tout court* detta possibilità al fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica».

**15** L'art. 1, co. 572, l. n. 147/2013 vieta agli enti locali di «stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'articolo 1, comma 3, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58». Lo stesso comma esclude dal divieto: «a) le estinzioni anticipate totali dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati; b) le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie, nella forma di novazioni soggettive, senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati; c) la possibilità di ristrutturare il contratto derivato a seguito di modifica della passività alla quale il medesimo contratto è riferito, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura; d) il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di *cap* da parte dell'ente». Come si evince dal tenore letterale della disposizione, sono ancora ammesse fattispecie nelle quali l'ente locale può operare in strumenti derivati. Si tratta, però, di ipotesi tassative che non presentano particolari profili di rischio per l'ente. Ad eccezione della negoziazione di opzioni *cap* (protezione che l'ente può acquistare per contenere entro una soglia massima l'oscillazione del tasso variabile, con ciò programmando il costo massimo del finanziamento stipulato) connesse alla stipula di contratti di mutuo, le restanti ipotesi concernono l'estinzione dei contratti derivati o la rinegoziazione di singole clausole. Per un'analisi più approfondita sulle novità introdotte dalla l. n. 147/2013 si rimanda a D. GAUDIELLO, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *dirittobancario.it*.

### 3 Contratti derivati: contratti aleatori o commutativi?

Le Sezioni Unite riconoscono come, nel nostro ordinamento, manchi una definizione generale di contratto derivato<sup>16</sup>. Si tratta, infatti, di contratti nati dalla prassi finanziaria e che solo successivamente sono stati recepiti dalla regolazione. La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria degli strumenti finanziari derivati rende dunque difficile, se non impossibile, fornire una nozione unitaria della figura<sup>17</sup>. Per tale motivo, il legislatore nazionale si limita ad elencare i diversi contratti che rientrano nella categoria, astenendosi dal fornirne una definizione generale<sup>18</sup>.

Le SS.UU. sottolineano, poi, come i contratti di *interest rate swap* siano spesso negoziati al di fuori dei mercati regolamentati. Nei derivati *over the counter* (OTC) il contenuto del contratto non è etero-determinato, come invece avviene nei contratti standardizzati, ma viene negoziato dalle parti in funzione delle specifiche esigenze del cliente<sup>19</sup>. Si tratta dunque di contratti che, per loro intrinseca natura, difettano del carattere della negoziabilità su mercati regolamentati.

Partendo da questo assunto, la Suprema Corte afferma che gli *interest rate swap* difettano delle caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari, proprio perché a un contratto di tale natura mancherebbe la capacità di essere «negoziato», ossia «quella capacità di rappresentare una posizione contrattuale in forme idonee alla circo-

<sup>16</sup> Il punto è largamente discusso in dottrina. Si vedano a puro titolo esemplificativo: C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 7; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 3; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gaspari, Torino, 2012, p. 37 ss.; E.S. ADAMS, D.E. RUNKLE, *The easy case for derivatives use: advocating a corporate fiduciary duty to use derivatives*, in *William and Mary Law Review*, 2000, pp. 595-601; I.G. MACNEAL, *An introduction to the law of financial investments*, Londra, 2012, p. 1254.

<sup>17</sup> Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 7 ss. il quale opera una tripartizione classica dei derivati in *futures*, *options* e *swaps*: distinguendo «a seconda che si presentino nella forma di impegni predeterminati a un acquisto o vendita differiti nel tempo, ovvero tali impegni siano assunti da una sola delle parti, rimanendo nella facoltà dell'altra il potere di pretendere oppure no l'adempimento, o ancora si caratterizzano per lo scambio di due prestazioni pecuniarie il cui importo viene (pre)definito facendo riferimento a indici o eventi diversi». Sul punto cfr. anche E.S. ADAMS, D.E. RUNKLE, *op. cit.*, p. 601; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. I. Struttura e funzione*, Milano, 2007, p. 323 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, p. 300 ss.

Di diverso avviso M. BARCELLONA, *L'«azzardo» oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. Impr.*, 2014, p. 576 ss. il quale opera una classificazione logica secondo due schemi, quello in cui il rischio viene scomposto nei due versi in cui può maturare e l'altro in cui viene traslato da una parte all'altra dietro pagamento di un premio. Di avviso simile anche R. ROMANO, *Regulation of derivatives*, in *The new Palgrave dictionary of economics*, Londra, p. 590 ss. che osserva come gli *swaps* rappresentino un'operazione economica equivalente a quella che si realizza prevedendo una serie di *forward contracts*.

<sup>18</sup> Cfr. art. 1, co. 2-bis, t.u.f.

<sup>19</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.3.

lazione, in quanto tende a non divenire autonomo rispetto al negozio che lo ha generato»<sup>20</sup>.

Ad avviso di chi scrive, la ricostruzione effettuata dalla Suprema Corte di Cassazione risente di alcune imprecisioni. Se da un lato è vero che gli *interest rate swaps* costituiscano un'ipotesi di contratto atipico, non disciplinato espressamente dal legislatore, l'assunto, prospettato dalla Corte, secondo cui tali derivati negoziati *over the counter* non costituirebbero strumenti finanziari è priva di qualsiasi fondamento normativo.

Le Sezioni Unite sembrano incappare in una svista: associare la negoziabilità sui mercati finanziari alla categoria degli strumenti finanziari. A ben vedere, la negoziabilità non è una caratteristica propria di tutti gli strumenti finanziari, ma è una peculiarità che riguarda solo la sottocategoria dei valori mobiliari<sup>21</sup>.

La classificazione dei contratti derivati *over the counter* come strumenti finanziari non è, infatti, mai stata messa in discussione né dalla giurisprudenza, né tanto meno dal legislatore nazionale: lo stesso Testo unico della finanza include gli *swap* tra gli strumenti finanziari<sup>22</sup>.

Nel prosieguo della motivazione, le Sezioni Unite conducono il loro ragionamento sul versante del diritto contrattuale, lasciando sullo sfondo le implicazioni legate alla natura di strumento finanziario

**20** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.4.

**21** Cfr. R. Costi, *Il mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2014, p. 7 ss., il quale evidenzia come fino al 1996 fosse esclusivamente presente, a livello legislativo, la nozione di valore mobiliare. Questa situazione mutò profondamente con il recepimento, nel nostro ordinamento, della Direttiva 93/22/CEE per mezzo del d.lgs. n. 415/1996, il quale introdusse, recuperando la nomenclatura delle direttive comunitarie alle quali dava attuazione, la nozione di strumento finanziario. Con l'introduzione del t.u.f. nel 1998 venne espunta dall'ordinamento la nozione di valore mobiliare, salvo poi ricomparire con il d.lgs. n. 164/2007, ponendosi in un rapporto di *species a genus* con la categoria degli strumenti finanziari. L'art. 1, co. 2, t.u.f. precisa, infatti, che per strumenti finanziari si intendono sia la sottocategoria dei valori mobiliari, sia la pluralità di contratti derivati che abbiano come sottostante valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. Il co. 1-*bis* del medesimo art. individua poi i valori mobiliari nelle categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali e ne fornisce un elenco a puro titolo esemplificativo. Da questa ricostruzione storica emerge chiaramente la distinzione tra strumenti finanziari e valori mobiliari, i quali si pongono in un rapporto di specie a genere con i primi. Sono solo questi ultimi ad avere come requisito la negoziabilità nel mercato dei capitali e non tutta la categoria degli strumenti finanziari. In senso contrario cfr. A. URBANI, *L'«oggetto» dei servizi e delle attività di investimento, in I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 285 ss., il quale ritiene che la crescente sofisticazione finanziaria e gli interventi normativi che si sono susseguiti nel tempo abbiano finito per incidere sulla tassonomia dell'oggetto dei servizi e delle attività di investimento, «inducendo l'interprete ad interrogarsi sulla “tenuta” di quell'impianto articolato sul trinomio prodotto finanziario - strumento finanziario - valore mobiliare che era apparso tutto sommato coerente e lineare all'esordio del testo unico della finanza, nel 1998».

**22** Si veda sul punto Allegato I, sez. C, n. 5, t.u.f.



(o meno) dell'*interest rate swap*.

Il contratto di *interest rate swap* viene definito, correttamente, dalla Suprema Corte come quel contratto 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»<sup>23</sup>.

Premessa questa definizione, la Corte giunge ad equiparare – senza peraltro argomentare il passaggio – lo *swap* a una scommessa finanziaria differenziale che «si discosta dalle comuni scommesse per la complessità della vicenda e la professionalità dei soggetti coinvolti»<sup>24</sup>.

La sussunzione degli *swap* nella categoria dei contratti aleatori è densa di risvolti teorici e pratici. Affermare che il contratto di *interest rate swap* rientri in tale categoria significa attribuire rilevanza causale all'alea<sup>25</sup>. Nelle scommesse autorizzate la causa risiede, infatti, nella consapevole e razionale creazione di alea<sup>26</sup>.

Nell'equiparare il contratto di *interest rate swap* ad una scommessa legalmente autorizzata, le Sezioni Unite si conformano ad un orientamento giurisprudenziale ormai preponderante<sup>27</sup>, che però sembra non tenere conto dei rilievi critici mossi dalla parte maggioritaria della dottrina, la quale riconduce gli *swap* alla categoria dei contrat-

**23** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.5. Per una ricostruzione della struttura contrattuale dei contratti degli *swap* si vedano anche: M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 91 ss.; A. ZUC-CARELLO, *In nota alla recente giurisprudenza in materia di contratti derivati: il concetto di "alea razionale" quale criterio di valutazione della validità della causa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 5-6; F. CAPUTO NASSETTI, *Gli strumenti finanziari derivati*, in *L'attività delle banche*<sup>2</sup>, a cura di A. Urbani, Milano, 2020, p. 393 ss.; C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 9.

**24** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 5.2-5.3. L'assimilazione dei contratti derivati ad una scommessa affonda le sue radici nel diritto statunitense del XIX secolo, quando, nel caso *Irwin v. Williar*, la Corte Suprema degli Stati Uniti equiparò i contratti derivati conclusi con finalità speculative ad una scommessa: «*The generally accepted doctrine in this country is [...] that a contract for the sale of goods to be delivered in the future is valid, even though the seller has not the goods, nor any means of getting them than to go into the market and buy them; but such a contract is only valid when the parties really intend and agree that the goods are to be delivered by the seller and the price to be paid by the buyer; and, if under guise of such a contract, the real intent be merely to speculate in the rise or fall of prices, and the goods are not to be delivered, but one party is to pay to the other the difference between the contract price and the market price of the goods at the date fixed for executing the contract, then the whole transaction constitutes nothing more than a wager, and it is null and void*». Sul punto cfr. *Irwin v. Williar*, 11 U.S. 499, 509-509 (1884) e L.A. STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Law Review*, 2011, p. 12.

**25** Cfr. A.M. PANCALLO, *Dove conduce la ricerca del derivato? Le evoluzioni della giurisprudenza e di merito e di legittimità*, in *Nuova gir. civ. comm.*, 2020, p. 490.

**26** Sul punto si veda Corte di Appello di Milano, 18 settembre 2013, n. 3459.

**27** Oltre alla già citata sentenza della Corte di Appello di Milano, si vedano a titolo esemplificativo: Trib. Milano, 20 febbraio 1997, Trib. Milano 3 aprile 2004, Trib. Monza, 17 luglio 2012 e Cass., 2 settembre 2004, n. 17689.

ti di natura commutativa<sup>28</sup>.

La suddetta dottrina contesta la ricostruzione giurisprudenziale rilevando come il rischio connesso alla fluttuazione dei tassi d'interesse non rilevi sulla struttura del contratto, né per quanto riguarda l'oggetto, né per quanto concerne la causa<sup>29</sup>. Nello *swap* la funzione sociale del contratto è assolta dallo scambio di flussi di denaro: le prestazioni delle parti non sono, dunque, imputabili al caso, ma si identificano nella corresponsione dei due flussi di pagamento, che sono determinati o comunque determinabili sulla base di criteri oggettivi indicati nel contratto<sup>30</sup>.

In questa ricostruzione della natura giuridica dell'*interest rate swap*, la fluttuazione dei tassi di interesse non assume rilievo causale, ma rimane un elemento estraneo al contratto<sup>31</sup>. Affermare, diversamente, che la causa del contratto di *swap* risieda nella creazione e nello scambio di un rischio significa «svilire la vera causa del contratto, facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie»<sup>32</sup>.

Le Sezioni Unite sembrano pertanto incappare nell'errore di attribuire rilevanza causale a quel rischio economico che fa parte dell'alea normale di un contratto. Occorre, infatti, distinguere il caso in cui l'alea assuma rilievo causale, da quello in cui rimanga un elemento estraneo allo schema contrattuale. Nei contratti aleatori, l'alea coinvolge il rapporto tra prestazione e controprestazione: l'entità o l'esi-

**28** Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 55-56 il quale evidenzia come non sia «agevole avvalersi del criterio che [...] invita a distinguere tra alea economica, concernente il valore di una prestazione, e alea giuridica, che riguarda invece il sorgere del relativo obbligo (eventualmente ivi compresa l'individuazione dell'obbligato) ovvero la determinazione della sua misura. In effetti per quanto riguarda i derivati, o almeno gran parte di essi, potrebbe essere corretto rilevare che, da un punto di vista almeno formale, gli obblighi delle parti e le loro prestazioni sono *ab initio* determinati o determinabili, in termini sostanzialmente analoghi a quanto avviene ogni qual volta per ciò ci si avvale di indici esterni; pure il rischio che si assume nelle nostre ipotesi sarebbe in definitiva quello, da classificare come "economico", presente in ogni ipotesi nella quale la distanza temporale fra il momento del contratto e quello della sua esecuzione implica l'eventualità che vari il valore della seconda». Sul punto si vedano anche: F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, a p. 303. Si veda anche E. PAGNONI, *Contratti di swap, I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e G. Gabrielli, Milano, 2004, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *La posizione del giudice penale sui contratti derivati*, in *Corr. mer.*, 2012, p. 92; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, p. 188 ss.

**29** Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 490.

**30** A.M. PANCALLO, *op. ult. cit.*

**31** Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 81; F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 303; E. PAGNONI, *op. cit.*, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *op. cit.*, p. 92; G. CAPALDO, *op. cit.*, p. 188 ss.

**32** Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 75.

stenza stessa della prestazione dipendono dal verificarsi o meno di un evento futuro e incerto. In questa circostanza il rischio assunto dalle parti ha un rilievo nella causa del contratto.

Nel caso del contratto di *interest rate swap* l'esistenza e consistenza delle prestazioni non dipende da un evento futuro ed incerto: lo scambio dei flussi di denaro è una prestazione certa, dovuta a date prefissate dal contratto, così come è il contratto a prevedere i tassi di interesse e il capitale nozionale necessari a calcolare l'ammontare delle prestazioni. In questo quadro, la fluttuazione dei tassi di interesse non costituisce un elemento futuro dal quale dipende l'esistenza stessa della prestazione, quanto piuttosto un elemento estrinseco al contenuto del contratto, che assume rilievo esclusivamente da un punto di vista economico, ma non giuridico.

Le Sezioni Unite non sembrano, quindi, tenere in considerazione il dibattito che ha animato la dottrina e si limitano a qualificare i contratti oggetto della controversia come contratti aleatori, equiparandoli senza troppe distinzioni a delle scommesse finanziarie.

Tale equiparazione dà, peraltro, adito a numerose perplessità, tanto più che in una precedente decisione del 2007 le stesse Sezioni Unite avevano escluso l'assimilabilità dei contratti derivati al gioco o alla scommessa<sup>33</sup>.

---

**33** Cfr. Cass., SS.UU., Sezioni Unite, 19 dicembre 2007, n. 26725, nella quale si chiarisce che «la mera presenza in un contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un giuoco o ad una scommessa, cui sia applicabile il regime giuridico dettato dal citato art. 1933 c.c.; inoltre che, quando pure di vero e proprio gioco o scommessa si tratti, l'anzidetta norma è invocabile solo a condizione che vi sia stata partecipazione consapevole al gioco o alla scommessa di tutte le parti del rapporto (cfr., in argomento, Cass. 2 settembre 2004, n. 17689). Ciò premesso, occorre subito osservare che l'acquisto e la vendita a termine di valuta e le altre operazioni finanziarie di cui nel presente caso si discute, pur comportando sicuramente un certo grado di alea e pur potendo essere anche ispirati da intenti speculativi da parte di chi quelle operazioni abbia disposto, non sono di per sé necessariamente riducibili ad una scommessa sul futuro andamento dei tassi di cambio, potendo altrettanto ragionevolmente fungere da strumenti di stabilizzazione del rischio». Dello stesso avviso anche la giurisprudenza anglosassone, la quale nega la natura di scommessa dei derivati finanziari affermando che «*it is to be hoped that the reporting of this judgment dismissing those arguments [that swaps are bets] as giving rise to no real prospect of success will finally lay to rest this ingenious but misguided heresy, so that no further time or money will be wasted on it*» (Court of Appeal, *WW Property Investments Ltd v National Westminster Bank plc*, 2016, EWCA Civ 1142). Per una disamina più approfondita sul punto cfr. M. DANUSSO, *Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, in *dirittobancario.it*.

#### 4 **Mark to market e scenari probabilistici: tra nullità per carenza di causa in concreto e vizi della volontà**

La Suprema Corte si pone poi il problema «se tali contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. e (se) siano muniti di una valida causa in concreto»<sup>34</sup>.

La Cassazione afferma, infatti, che la “*scommessa*”, per superare il vaglio di meritevolezza ed essere considerata lecita dall'ordinamento, deve essere razionale, e cioè deve essere stipulata in modo tale che entrambi i contraenti siano consapevoli del rischio che stanno assumendo<sup>35</sup>.

Il vaglio di meritevolezza della causa del contratto di *interest rate swap* va dunque condotto tenendo in considerazione la razionalità del rischio contrattualmente assunto. Per poter svolgere questa valutazione, occorre necessariamente individuare quella che in concreto è la funzione dell'*interest rate swap* voluta dalle parti.

Le Sezioni Unite distinguono, infatti, tra una causa in astratto e una causa in concreto del contratto in questione. Se la causa in astratto va rinvenuta nella negoziazione e monetizzazione di un rischio finanziario, nel concreto gli *swaps* possono essere definiti come negozi a causa variabile, poiché suscettibili di rispondere ad una esigenza ora speculativa, ora di copertura di rischi sottostanti<sup>36</sup>. In questo contesto di variabilità causale, il giudizio sul derivato si può esprimere solo sulla struttura negoziale nella sua completezza, prendendo in esame non solo la struttura causale in astratto, ma anche il suo elemento complementare, inteso come lo specifico interesse che il cliente intende perseguire per mezzo del contratto<sup>37</sup>. La monetizzazione di un rischio costituisce, ad avviso della Corte, una funzione fin troppo generica da consentire un giudizio, che evidentemente deve considerare la vicenda nella sua individualità<sup>38</sup>.

Nel giudizio di meritevolezza avente ad oggetto la causa in concreto del contratto, la Corte riconduce la liceità della causa alla presenza di un accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell'alea, che deve essere necessariamente computata sulla scorta

<sup>34</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.1.

<sup>35</sup> Cfr. M. DANUSSO, *op. cit.* Sul punto si veda anche A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 12; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A?) e il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 132.

<sup>36</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 5.2., 6.6.1., 6.7. Sul punto si veda anche le riflessioni di A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it.*; C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, cit., p. 113 ss.; anche A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 8 ss.; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 100 ss.

<sup>37</sup> Per una disamina completa del punto si rimanda a: A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*

<sup>38</sup> Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 131 ss. Sul punto cfr. anche: A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 276.

di «criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi»<sup>39</sup>. In quest'ottica, l'esenzione introdotta dall'art. 23, co. 5, t.u.f. trova applicazione solo quando il prezzo convenzionale del rischio sia razionale. L'irrazionalità dell'alea chiamerebbe invece in causa, nella ricostruzione della Suprema Corte, il rimedio di diritto comune disciplinato dall'art. 1418, co. 2, c.c.<sup>40</sup>.

Nella ricostruzione delle Sezioni Unite, quindi, la razionalità dell'alea implica necessariamente un accordo sulla misura del rischio che deve essere riconoscibile a priori, sulla base di criteri oggettivi e verificabili, quali il *mark to market* (MTM), gli scenari probabilistici e l'indicazione dei costi occulti<sup>41</sup>.

La sentenza in esame ha tuttavia suscitato non poche perplessità, prontamente evidenziate dalla dottrina.

Una prima considerazione in senso critico, già precedentemente accennata, è quella riguardante la natura aleatoria dei contratti di *interest rate swap*. Qualora si accogliesse la ricostruzione che vede i contratti *swap* come contratti aventi natura commutativa, tutto il ragionamento, portato avanti dalle Sezioni Unite nel loro sforzo argomentativo, risulterebbe privo di fondamenta<sup>42</sup>. Asserire la natura commutativa del contratto in questione significherebbe, infatti, negare la rilevanza causale dell'alea e relegare la finalità - di copertura o speculativa - nell'alveo dei motivi del contratto; motivi che per loro natura rimangono estranei allo schema contrattuale e, dunque, del tutto irrilevanti per le sorti del contratto<sup>43</sup>.

Anche ammettendo la natura aleatoria del contratto di *interest rate swap* la presente sentenza lascia comunque adito ad alcune perplessità riguardanti l'individuazione degli elementi necessari a definire la causa in concreto degli *swap* oggetto della sentenza. Le sezioni unite ritengono essenziale, nel contratto di *interest rate swap*, l'indicazione di elementi come il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti<sup>44</sup>.

**39** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. Sulla liceità della causa del contratto di *interest rate swap* in rapporto all'accordo sull'alea si veda anche S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 132; R. NATOLI, *loc. cit.*; F. SARTORI, *loc. cit.*; A. PERRONE, *loc. cit.*; E. BARCELONA, *I derivati e la causa negoziale*, in *Contr. e impr.*, 2014, p. 881 ss.

**40** Cfr. S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 136.

**41** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. Sul punto si veda anche R. NATOLI, *loc. cit.*; S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 129.

**42** Sul punto si veda F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, cit., p. 303. Si vedano anche: E. PAGNONI, *op. cit.*, p. 1077; F. BRUNO, A. ROZZI, *op. cit.*, p. 92; A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 490.

**43** Cfr. C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 114; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 111. Per un discorso in generale sui motivi del contratto cfr. G. ALPA, *Il contratto in generale*, Milano, 2014, p. 49 ss. Sul punto si vedano anche: C. BIANCA, *Il contratto*<sup>3</sup>, Milano, 2019, p. 419 ss.; M.C. DIENER, *Il contratto in generale*, Milano, 2015, p. 338 ss.

**44** Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2. e 6.6.

Prima di analizzare la conclusione a cui giungono le SS.UU., appare opportuno fornire una definizione di *mark to market* e del ruolo rivestito da tale valore nel contratto derivato.

Come giustamente evidenziato dalla Suprema Corte, il *mark to market* viene anche definito, nel gergo finanziario, come costo di sostituzione, ossia il costo nel quale una parte incorre per chiudere anticipatamente il contratto<sup>45</sup>. Una precedente pronuncia della Corte di Cassazione aveva definito il *mark to market* «un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in obbligo di pagamento»<sup>46</sup>.

Il *mark to market* assolve, dunque, una duplice funzione. Da un lato, indica il costo che una delle parti deve affrontare per recedere anticipatamente dal contratto<sup>47</sup>. Dall'altro, costituisce un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone al metodo storico, in quanto espressione di una previsione sull'andamento futuro del derivato. Rappresenta, in altre, parole il *fair value* del derivato nel corso del contratto, che assume rilievo anche per quanto attiene la redazione del bilancio d'esercizio.

Almeno astrattamente, al momento della sottoscrizione del contratto, il *mark to market* dovrebbe avere un valore pari a zero: si avrebbe, in questo caso di scuola, un derivato nel quale i rischi sono perfettamente ripartiti tra le parti. Se il valore dello *swap* è diverso da zero il contratto derivato incorpora aspettative di perdite future per una delle parti.

Nella prassi finanziaria, i derivati presentano spesso un *mark to market* negativo per il cliente. Si tratta, di fatto, di una commissione implicita che il cliente deve sopportare, la quale, almeno in astratto, dovrebbe essere proporzionata all'ammontare del capitale nozionale di riferimento e ai rischi di mercato. Se si prescindesse da questi costi, si dovrebbe ritenere che l'intermediario finanziario operi come controparte a titolo gratuito.

Da ciò si desume come il MTM assuma, nella prassi, un'ulteriore funzione: indicare l'ammontare effettivo dei costi impliciti connessi all'operazione. Tali costi impliciti consentirebbero, nel concreto, di

<sup>45</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 4.7.

<sup>46</sup> Cfr. Cass. pen. n. 47421/2011. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, cit., 881 ss.

<sup>47</sup> Cfr. B.I.M. SAAVEDRA SERVIDA, *Interest Rate Swap, Mark to Market e determinazione dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 109. Sul punto si veda anche E. GIRINO, *Le radici negoziali dello strumento finanziario derivato: per una rilettura della disciplina, in chiave contrattualistica*, in *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2013, p. 79 ss.

coprire una serie di oneri aventi ad oggetto:

1. costi di copertura: quando la banca sottoscrive un *interest rate swap* di copertura assume il rischio di fluttuazione del tasso di interesse, rischio che la controparte non intende sopportare; tutelandosi tuttavia da tale rischio compensando la propria posizione con un altro intermediario finanziario;
2. costo del credito: attiene al cosiddetto rischio di controparte, ossia il rischio di inadempienza contrattuale della controparte;
3. costi amministrativi: un operatore incorre in una pluralità di costi amministrativi che spaziano dai costi per la gestione dei sistemi informatici ai costi operativi e di trasformazione<sup>48</sup>.

L'accordo sull'alea, precisa poi la Corte, non deve limitarsi «al *market to market*, ma investire anche gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea»<sup>49</sup>.

Prima di analizzare cosa siano gli scenari probabilistici con riferimento ai contratti derivati, occorre premettere che lo stesso concetto di scenario probabilistico è estremamente controverso, in ragione dell'assenza nel nostro ordinamento di disposizioni specifiche atte a chiarirne finalità e contenuto<sup>50</sup>.

Un primo riferimento agli scenari probabilistici è contenuto in due documenti non vincolanti, pubblicati nel 2009 dalla Consob, aventi ad oggetto le informazioni da fornire nell'ambito dei prospetti informativi per l'offerta al pubblico di prodotti di investimento *non-equity*<sup>51</sup>.

A tal proposito, gli scenari probabilistici sono stati definiti degli «indicatori sintetici da redigere in modo facilmente comprensibile per gli investitori e finalizzati a fornire loro informazioni in merito ai rendimenti attesi e al rischio, con riguardo non solo al momento della sottoscrizione, ma anche nel corso della durata del contratto»<sup>52</sup>.

Spesso lo scenario probabilistico viene confuso con la tabella che riproduce in forma sintetica e percentualizzata le probabilità che uno strumento finanziario mantenga il suo valore, lo incrementi o lo per-

<sup>48</sup> Cfr. R. CAPRA, M. MANGIA, G.M. GIACOPPO, G.P. FIORELE, *op. cit.*, p. 233 ss. Sul punto si veda anche D. MENGLI, *The Value of New Swap*, in *ISDA Research Notes*, 2010, III.

<sup>49</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2.

<sup>50</sup> Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

<sup>51</sup> Cfr. Quaderno di finanza n. 63, aprile 2009: un approccio quantitativo *risk-based* per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non-equity* ed il documento di consultazione Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi del 14 luglio 2009.

<sup>52</sup> Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

da, corredata, negli ultimi due casi, dalla variazione media del valore<sup>53</sup>. La tabella non costituisce lo scenario probabilistico, ma è la rappresentazione grafica dello scenario stesso risultante da un calcolo matematico.

Accade che gli scenari probabilistici vengano assimilati alle previsioni. Si tratta di un paragone fuorviante, dal momento che la previsione presuppone una scelta tra i diversi esiti possibili di un dato avvenimento, mentre lo scenario non ingloba alcuna scelta, consistendo in una semplice distribuzione di probabilità riferita ai risultati che l'investimento procurerà<sup>54</sup>.

Sebbene la nozione di scenari probabilistici sia stata menzionata per la prima volta nei due documenti emanati dalla Consob aventi ad oggetto l'offerta al pubblico di prodotti *non-equity*, gli strumenti derivati non erano impattati da queste disposizioni perché non soggetti all'offerta pubblica di titoli. Sennonché, sempre nel 2009, la Consob ha emanato un'ulteriore raccomandazione indirizzata ai cosiddetti prodotti illiquidi negoziati con la clientela al dettaglio<sup>55</sup>.

Tale raccomandazione comprendeva anche la seguente indicazione: «per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)»<sup>56</sup>.

Con l'entrata in vigore del regolamento PRIIPS<sup>57</sup>, gli scenari probabilistici sono stati di fatto sostituiti dai cosiddetti "scenari di *performance*". Si tratta di indicatori (che sono) basati sulla differente metodologia del "*what if*", la quale consiste nel determinare i possibili effetti che qualsiasi variazione di un fattore esterno potrebbe avere sui *pay-offs* dello strumento finanziario in questione<sup>58</sup>.

Alla luce di quanto finora esposto, l'irrazionalità sembra desumersi, seguendo il ragionamento delle Sezioni Unite, dalla impossibilità di calcolare l'alea per mancanza di elementi ritenuti dalla Corte fondamentali per una corretta assunzione del rischio<sup>59</sup>. La mancata

---

**53** Cfr. E. GIRINO, *Gli scenari probabilistici prima e dopo i regolamenti PRIIP: una questione ancora aperta*, intervento presso ASSOCTU, Roma, 24 novembre 2017.

**54** E. GIRINO, *op. ult. cit.*

**55** Cfr. Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009. Sul punto si veda anche M. DANUSSO, *op. cit.*

**56** Cfr. Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009.

**57** Cfr. Regolamento UE n. 1286/2014.

**58** Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.* Sul punto si veda anche E. GIRINO, *loc. ult. cit.*

**59** La posizione assunta dalle Sezioni Unite non è del tutto innovativa. Già alcune Corti di merito erano giunte ad una soluzione analoga; sul punto si veda a titolo esemplificativo: App. Milano, 30 settembre 2013. Sul punto si veda anche: E. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale*, cit., p. 881 ss.



indicazione del *mark to market* e degli scenari probabilistici determinerebbe, infatti, una nullità del contratto di *swap* perché «non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)»<sup>60</sup>.

L'errore nel quale incorre la sentenza in esame è quello di far derivare dall'incalcolabilità dell'alea l'immeritevolezza dei contratti. La mancata indicazione degli scenari probabilistici, del *mark to market* e dei costi occulti non determinerebbe una incalcolabilità del rischio in senso assoluto, ma esclusivamente nei confronti di una delle parti. L'incalcolabilità dell'alea è quindi una impossibilità del tutto soggettiva - e strettamente relativa ad uno solo dei contraenti - di acquisire gli strumenti e gli elementi necessari ad una corretta valutazione del rischio: l'altra parte contrattuale, la banca, possiede tali strumenti e, di fatto, ha calcolato il rischio connesso all'operazione finanziaria<sup>61</sup>.

La soggettiva ignoranza, in cui uno dei contraenti versa, circa il rischio che si assume con la conclusione del contratto, non può essere elevata a causa di nullità del contratto in sé, ma tutt'al più può assumere rilievo sul piano dei vizi della volontà e della relativa disciplina<sup>62</sup>.

La nullità, prospettata dalle Sezioni Unite, avrebbe dunque una portata significativamente più circoscritta. Come si desume dal precedente ragionamento, la carenza di elementi come il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti non può in alcun modo determinare la nullità del contratto di *interest rate swap* per carenza di una causa in concreto, dal momento che una ripartizione dell'alea, quandanche sbilanciata, finché distribuisce tra i contraenti un rischio reale, seppur in modo non proporzionato, pone una questione di convenienza del derivato che sfugge necessariamente ad un giudizio causale<sup>63</sup>. La nullità per carenza del profilo causale è dunque circoscritta alle sole ipotesi in cui il derivato sia strutturato in modo tale che l'alea risulti unilaterale, rendendo, così, impossibile che il contratto possa portare beneficio al cliente, venendo in concreto meno la capacità di assolvere ad una funzione di copertura<sup>64</sup>. Se si accoglie la ricostruzione dei contratti di *interest rate swap* come contratti aventi natura aleatoria, è necessario dunque che l'alea sia bilaterale, pe-

<sup>60</sup> Cfr. Cass., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.7.

<sup>61</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

<sup>62</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss. Sul punto si vedano anche: R. NATOLI, *loc. cit.*; S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 127; M. DE POLI, *op. cit.*, p. 114. Anche la stessa Cassazione si era pronunciata in tal senso con la sent. n. 19024 del 29 settembre 2005, avallando l'idea che un consenso disinformato dischiude un'ipotesi di abuso etichettabile come vizio della volontà e non un'ipotesi di carenza della causa del contratto.

<sup>63</sup> Cfr. E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

<sup>64</sup> Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, pp. 492-493. Dello stesso avviso sono anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.; A. ZUCCARELLO, *op. cit.*, p. 11.

na la nullità del contratto ai sensi dell'art. 1322 c.c.<sup>65</sup>.

L'errore commesso dalle Sezioni Unite sembra essere quello di associare automaticamente la mancanza di informazioni rilevanti per la corretta formazione della volontà di una delle parti alla unilateralità dell'alea. Nel giudizio compiuto dalle Corti, tali valutazioni dovrebbero essere scisse e autonome l'una dall'altra: è certamente vero che la mancanza di elementi come il *mark to market* possa costituire un campanello di allarme circa l'unilateralità dell'alea, ma ciò non deve tradursi automaticamente in un giudizio di immeritevolezza del derivato.

La decisione presa dalla Suprema Corte si muove nell'ambito di un filone contrattualistico, lasciando, poi, sullo sfondo le questioni relative al servizio di investimento<sup>66</sup>.

Se nel corso di questa trattazione si è tentato di dimostrare come la mancanza del *mark to market*, degli scenari probabilistici e dei costi occulti non rilevi per quanto concerne il profilo causale, tale carenza potrebbe assumere rilievo per quanto attiene agli obblighi informativi dell'intermediario<sup>67</sup>.

Una giurisprudenza ormai piuttosto ampia e significativa ravvisa nella mancata indicazione del MTM e degli scenari previsionali una violazione degli obblighi di trasparenza, fedeltà e informazione previsti dall'art. 21 t.u.f. in capo agli intermediari finanziari<sup>68</sup>.

Ad ulteriore sostegno di tale ricostruzione vi sono poi le sentenze "gemelle" pronunciate dalle sezioni unite nel dicembre del 2007<sup>69</sup>, le quali chiariscono come «la violazione dei doveri di informazione del cliente e del divieto di effettuare operazioni in conflitto di interesse con il cliente o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente stesso, posti dalla legge a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, non danno luogo ad una nullità del contratto di intermediazione finanziaria».

In senso contrario, una giurisprudenza del Consiglio di Stato esclude che la mancata comunicazione, da parte della banca interessata, del valore *mark to market* dei contratti derivati e dell'importo dei co-

<sup>65</sup> G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, p. 284 s. Come sottolinea l'A., la bilateralità dell'alea non si traduce necessariamente nell'assunto che i rischi assunti dalle parti debbano necessariamente essere equivalenti. L'alea può essere anche sbilanciata a favore di uno dei contraenti; è però necessario che il rischio ricada esclusivamente su una delle parti. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

<sup>66</sup> Cfr. R. NATOLI, *loc. cit.*

<sup>67</sup> Cfr. A.M. PANCALLO, *op. cit.*, p. 489. Sul punto si veda anche E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 881 ss.

<sup>68</sup> Sul punto si vedano a puro titolo esemplificativo: Trib. Pescara, 28 febbraio 2006, Trib. Brindisi 18 agosto 2006, Trib. Trapani, 30 luglio 2007, Trib. Siracusa, 13 maggio 2008.

<sup>69</sup> Cfr. Cass. SS.UU., n. 26724-26725/2007.

siddetti costi occulti costituisca una violazione di obblighi informativi effettivamente imposti dalla normativa applicabile<sup>70</sup>.

In virtù di questo contrasto giurisprudenziale, occorre quindi interrogarsi se sussista, alla luce della normativa vigente, un dovere di comunicazione della *mark to market* e degli scenari probabilistici.

Sebbene non esista nel nostro ordinamento una regola specifica che imponga di indicare nel contratto questi due elementi, parte della dottrina ritiene che tale dovere sussista, in capo all'intermediario, sulla base di principi generali e regole di condotta alle quali l'operatore finanziario deve necessariamente attenersi<sup>71</sup>.

La giurisprudenza è pressoché costante nel ritenere che il dovere informativo ex art. 21 t.u.f. non sia rispettato, qualora l'intermediario si limiti a fornire informazioni generiche e standardizzate, essendo necessario che questi informi il cliente sui rischi e sui costi connessi in concreto ad una determinata operazione<sup>72</sup>.

In quest'ottica il *mark to market* riveste un ruolo fondamentale nel fornire al cliente un'informazione puntuale e non decettiva sulla convenienza economica del contratto, indicando il valore dello strumento derivato al momento della stipula e fornendo una stima dei costi impliciti connessi all'operazione. Tale dovere informativo appare ancora più pregnante nel caso in cui il MTM abbia valore iniziale negativo a svantaggio del cliente<sup>73</sup>.

Affinché il dato rappresentato dal *mark to market* - che rappresenta un valore destinato a mutare nel tempo - possa dirsi quantomeno determinabile, nonché fornire una rappresentazione veritiera e non ingannevole, è, altresì, necessario indicare la formula matematica utilizzata per il calcolo dello stesso<sup>74</sup>. Questo perché tale valore può essere calcolato utilizzando formule matematiche differenti, tutte

---

<sup>70</sup> Cfr. Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962. Sul punto si veda anche M. DANUSO, *loc. cit.*

<sup>71</sup> D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1096 ss.

<sup>72</sup> Cfr. M. GARCEA, *Rassegna di giurisprudenza I doveri informativi dell'intermediario nella prestazione di servizi e delle attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2019, II, p. 935 ss. Cfr. Cass., 9 febbraio 2016, n. 2535; Cass., 21 aprile 2016, n. 8089; Cass., 7 aprile 2017, n. 9066; Cass., 31 maggio 2017, n. 13765; Cass., 6 marzo 2018, n. 5266; App. Roma, 2 agosto 2017, n. 5251; App. Firenze, 17 ottobre 2018, n. 2379; Trib. Lecce, 7 maggio 2007, n. 824; Trib. Monza, 13 gennaio 2015, n. 112.

<sup>73</sup> Così, App. Milano, 13 febbraio 2019; Trib. Terni, 28 marzo 2019. Sul punto cfr. M. GARCEA, *op. cit.*, p. 935 ss.

<sup>74</sup> Cfr. B.I.M. SAAVEDRA SERVIDA, *op. cit.*, p. 99. Sul punto si veda anche M. GARCEA, *op. cit.*, p. 935 ss. e D. MAFFEIS, *op. cit.*, p. 1096 ss. In senso contrario F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere contratti derivati*, in *giustiziacivile.com*, 2016, il quale sostiene come la condivisione della formula matematica utilizzata «sarebbe come imporre alla Coca Cola di illustrare la famosa segreta formula ai consumatori o distributori».

equivalenti sotto il profilo della correttezza scientifica, ma che possono in concreto portare a risultati notevolmente differenti tra loro<sup>75</sup>.

Più complesso il discorso relativo agli scenari probabilistici. Così come per il *mark to market*, anche per gli scenari non è presente un riferimento normativo che ne imponga la comunicazione. Parte della dottrina ritiene che un dovere di comunicazione degli scenari probabilistici possa desumersi dagli artt. 27 e 28 del Regolamento Intermediari<sup>76</sup>. Le due disposizioni esigono che l'intermediario fornisca le informazioni in una forma comprensibile, in modo tale che i clienti «possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico» di strumento finanziario offerto, al fine dell'assunzione di consapevoli scelte di investimento. I sostenitori di tale orientamento ritengono che gli scenari probabilistici rappresentino il più semplice ed efficace mezzo per trasmettere all'investitore tale tipo di informazioni<sup>77</sup>. Una conferma, almeno apparente, di ciò è data dalla raccomandazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, nella quale si legge che «in particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio)».

**75** La procedura per determinare il *mark to market* di un *interest rate swap plain vanilla* può essere sintetizzata come segue: *in primis*, occorre individuare la curva dei tassi Eurirs al momento della sottoscrizione del contratto, a partire dalla quale – applicando tecniche di matematica finanziaria – si calcolano i tassi *forward* Euribor per ciascuna delle date rilevanti ai fini della determinazione dei flussi di cassa. In particolare, si determinano i tassi Euribor (*forward*, o tassi a termine) in modo tale che il montante ad ogni epoca  $t$  di un capitale unitario investito all'epoca 0 calcolato utilizzando i tassi Eurirs (*spot*, o tassi a pronti) sia uguale al montante calcolato utilizzando la successione dei tassi Euribor ricavati implicitamente nei singoli periodi (curva dei tassi attesi); si calcolano, quindi, i flussi di cassa nell'ipotesi – fondata sulle assunzioni sopra prospettate (condizioni di normalità e di equivalenza finanziaria) – in cui i tassi Euribor in futuro siano uguali ai tassi *forward* calcolati secondo il punto precedente, nonché considerando opportunamente le condizioni contrattuali pattuite fra le parti; si determina la differenza dei flussi di cassa a carico dell'intermediario finanziario rispetto a quelli a carico del cliente – il c.d. “*pay off*” – determinato per ciascun periodo di maturazione degli interessi, come specificato nel contratto di sottoscrizione dell'I.R.S.; infine, si determina il valore corrente al momento della sottoscrizione dello *swap*, calcolando il valore attuale dei flussi di cassa come precedentemente determinati. Gli stessi vengono attualizzati in base alla curva Eurirs. Nel caso in cui i contratti di *interest rate swap* presentino opzioni *cap*, *floor* o *collar* il *pricing* viene calcolato utilizzando metodi di calcolo più complessi. Tra i più diffusi: il modello binomiale, il modello di Black e Scholes e il metodo Monte Carlo. Esempio tratto da L.M. QUATTROCCHIO, *Le questioni tecniche sottostanti la quantificazione del mark to market nei derivati su tassi di interesse*, intervento al seminario di formazione magistrati presso il distretto della Corte di Appello di Torino, disponibile al seguente link: [http://www.distretto.torino.giustizia.it/distretto/formazione\\_magistrati.aspx?file\\_allegato=3702](http://www.distretto.torino.giustizia.it/distretto/formazione_magistrati.aspx?file_allegato=3702).

**76** Cfr. E. GIRINO, *op. ult. cit.*

**77** E. GIRINO, *op. ult. cit.*

In senso contrario, parte della dottrina ritiene che non sussista nel nostro ordinamento un obbligo in capo agli intermediari di fornire gli scenari probabilistici al momento della conclusione del contratto.

Tale soluzione appare preferibile per le seguenti considerazioni. In primo luogo, occorre precisare che la raccomandazione della Consob sui prodotti illiquidi non ha natura vincolante, ma costituisce un invito a fornire tali informazioni. A sostegno di quanto appena detto, l'allora Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, con una nota del 2016 evidenziò come gli scenari probabilistici non fossero [così come ancora oggi non sono] mai stati introdotti nel quadro normativo italiano, in quanto potrebbero contenere informazioni fuorvianti per gli investitori<sup>78</sup>. In secondo luogo, anche il cosiddetto regolamento europeo PRIIPS ha optato per sostituire, all'interno del Documento Informativo Chiave, gli scenari probabilistici con gli scenari di performance, basati sulla metodologia del *what if*<sup>79</sup>.

In conclusione, alla luce di quanto finora detto, sembrerebbe, dunque, che la nullità dei contratti derivati oggetto della controversia decisa dalle Sezioni Unite vada ricercata non tanto nella carenza di un profilo causale chiaro e definito per la mancanza del *mark to market* e degli scenari probabilistici (tale aspetto rileva tutt'al più con riferimento alla violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario), quanto piuttosto nella copiosa normativa di natura pubblicistica che impone una serie di obblighi di trasparenza nella contabilità pubblica<sup>80</sup>.

## 5 Considerazioni conclusive

La sentenza in esame sembra fondare le sue conclusioni sulla premessa, certamente condivisibile, che la clientela abbia diritto ad una efficace tutela giudiziale nei confronti di possibili abusi da parte degli istituti bancari. Quello che non convince, in questa pronuncia delle Sezioni Unite, è il rimedio fornito: ricorrere alla nullità del contratto per carenza di causa in concreto o, come avvenuto in altre sentenze, per carenza dell'oggetto, sembra spesso essere una «scorciatoia»<sup>81</sup>.

A ben vedere i rimedi riconosciuti dall'ordinamento sarebbero altri: in primo luogo la risoluzione per inadempimento e il risarcimento del danno, qualora risultassero violati gli obblighi informativi imposti dall'art. 21 t.u.f., in secondo luogo l'annullabilità per vizi del consenso.

---

<sup>78</sup> Cfr. G. VEGAS, *Nota del Presidente*, 7 giugno 2016. Sul punto si veda anche M. DANUSSO, *loc. cit.*

<sup>79</sup> Cfr. M. DANUSSO, *loc. cit.*

<sup>80</sup> Cfr. S. PAGLIANTINI, *op. ult. cit.*, p. 137 s..

<sup>81</sup> M. DE POLI, *op. cit.*, p. 114.

È chiaro che in quest'ultimo caso la annullabilità del contratto sarebbe soggetta a prescrizione e gli oneri probatori sarebbero più stringenti, penalizzando scelte processuali infelici o tardive; ma è altrettanto vero che in nessuno di questi due casi si potrebbe affermare che il diritto alla effettività della tutela giurisdizionale risulta violato<sup>82</sup>.

Sebbene il caso in esame abbia ad oggetto una serie di *interest rate swaps* negoziati da un Comune, i principi di diritto enunciati nella sentenza delle Sezioni Unite appaiono applicabili non solo ai derivati conclusi dagli enti locali, ma all'intero *genus* degli strumenti derivati.

Qualora si accogliesse la ricostruzione della Suprema Corte, in virtù della quale il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti vengono elevati a elementi essenziali del contratto, si darebbe vita ad un contenzioso seriale riguardante tutti quei contratti derivati nei quali tali elementi informativi risultano carenti.

Come sottolineato da un'attenta dottrina, le conseguenze sarebbero catastrofiche, anche tenendo conto del fatto che la declaratoria di nullità comporterebbe la necessità di coprire la relativa esposizione verso il cliente<sup>83</sup>.

Nonostante l'intervento nomofilattico della Cassazione abbia carattere universale, investendo, come si è appena sottolineato, l'intera categoria dei contratti derivati, una prima pronuncia dell'Arbitro delle Controversie Finanziarie sembra circoscrivere la *regola iuris* della Sezioni Unite ai soli contratti derivati conclusi dagli enti pubblici<sup>84</sup>.

A fronte del suddetto ruolo svolto dal giudice di legittimità e dell'esplicitato intento delle Sezioni Unite di fornire una soluzione di sistema «allargando lo sguardo al fenomeno sottostante», la conclusione a cui giunge l'Arbitro appare tuttavia poco condivisibile<sup>85</sup>. La volontà di circoscrivere l'ambito di applicazione della decisione ai soli derivati conclusi da enti pubblici pare essere giustificata più che dal tenore letterale della sentenza, dalla necessità di evitare conseguenze nefaste per la stabilità dei mercati e l'economia del Paese.

---

**82** M. DE POLI, *op. ult. cit.*

**83** Cfr. M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 216 s.

**84** Cfr. Arbitro delle Controversie Finanziarie, 16 giugno 2020, n. 2678. Dello stesso avviso anche: M. DANUSSO, *loc. cit.*

**85** Cfr. M. ANOLLI, A. PERRONE, *op. cit.*, p. 217 s.