

Abstract

In commento alle prime due ordinanze della Cassazione, che si sono occupate della possibile applicazione della clausola « con pari facoltà di rimborso » apposta su buoni postali al caso di decesso di un co-testatario, la presente nota illustra le ragioni per cui si rende preferibile la soluzione di segno positivo ed evidenza come, in ogni caso, l'adesione alla tesi opposta integrerebbe un'ipotesi di responsabilità precontrattuale delle Poste ai sensi dell'art. 1338 c.c.

Commenting on the first two ordinances of the Italian Supreme Court, which dealt with the possible application of the clause "with equal right of reimbursement" affixed to postal vouchers in the event of death of a co-signer, this note illustrates the reasons why a positive solution is preferable and highlights how, in any case, adherence to the opposite thesis would integrate a hypothesis of pre-contractual liability of Poste Italiane S.p.A. pursuant to Article 1338 of the Italian Civil Code.

CORTE DI CASSAZIONE

12 maggio 2020, n. 4175, sez. un.

Pres. PETITI - Rel. GENOVESE

Interest Rate Swap - Contratti su derivati - Giudizio di meritevolezza - Enti locali - Oggetto del contratto - Causa - Mart to Market - Scenari probabilistici.

(Costituzione, art. 47, 119; Codice civile, artt. 1175, 1322, 1337, 1346, 1375, 1933, 1935, 2426; t.u.f., artt. 5, 21, 23).

Gli importi ricevuti a titolo di upfront costituiscono indebitamento ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., eppertanto la competenza ad autorizzare — a pena di nullità — il ricorso agli IRS che prevedano la corresponsione di un upfront (e anche in tutti quei casi in cui la negoziazione dell'IRS si traduca comunque nell'estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sostanziali ovvero anche nel loro mantenimento in vita, ma con rilevanti modificazioni) è del Consiglio comunale, il quale deve valutare la convenienza dell'operazione, individuandone le principali caratteristiche e modalità attuative. L'Ente locale provvederà, poi, a 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 (1).

Ai fini del giudizio di meritevolezza dei contratti IRS di cui all'art. 1322 c.c. va accertato se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità. E tale accordo non deve limitarsi al mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti (2).

L'oggetto del contratto IRS è determinato (o determinabile) ove venga indicata la misura qualitativa e quantitativa dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi (che non si limitino al criterio del mark to market, ma investano, altresì, gli scenari probabilistici), 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 (3).

FATTI DI CAUSA.

1. Il Tribunale di Bologna ha respinto le domande che il Comune di Cattolica aveva proposto nei confronti di Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. (d'ora in avanti, semplicemente: BNL o Banca) in riferimento ad alcuni contratti (formalmente, contenuti in quattro scritture) di interessi rate swap, conclusi fra le menzionate parti in tre diverse date (il 15 maggio 2003, il 1 dicembre 2003 e il 22 ottobre 2004), e rivolte alla declaratoria della nullità, all'annullamento, o all'accertamento dell'inefficacia sopravvenuta ex D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, dei predetti negozi, oltre che alla condanna della convenuta alla restituzione dei

pagamenti ex art. 2033 c.c. e, in subordine, al risarcimento del danno, quantificabile in relazione ai "differenziali negativi attesi".

2. La Corte di appello di Bologna, accogliendo il gravame dell'Ente ed in riforma dell'anzidetta decisione, ha dichiarato la nullità e l'inefficacia dei contratti menzionati, che pure ha annullato, e ha disposto, poi, la ripetizione degli importi, di tempo in tempo, corrisposti dalla Banca al Comune fino al 30 gennaio 2010 (Euro 555.738,76) e da quest'ultimo alla prima (Euro 1.031.393,17), "oltre ad eventuali reciproci pagamenti successivi intercorsi fra le parti per gli stessi titoli", con gli interessi legali dal giorno della domanda.

2.1. Per quanto di interesse in questa sede, ed in estrema sintesi, la Corte emiliana ha:

a) ritenuto fondato il rilievo del Comune per il quale il contratto di swap ed in particolare — ma non solo — quello che prevede una clausola di iniziale upfront, costituisse, proprio per la sua natura aleatoria, una forma di indebitamento per l'ente pubblico, attuale o potenziale;

b) aggiunto che 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";

c) osservato che 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.

2.2. Per la Corte di merito, inoltre, il fatto che la norma che qualifica l'upfront come indebitamento fosse entrata in vigore successivamente ad uno o più dei contratti in questione non significava che gli stessi non potessero essere anche precedentemente interpretati in quel senso.

2.3. La stessa Corte ha reputato non sussistere "incompatibilità alcuna, né astratta né concreta, fra le norme civilistiche ed amministrative disciplinanti lo swap "puro" rispetto a quelle in ipotesi regolatrici di una enucleabile sottocategoria di swaps connotati da una specifica forma di indebitamento possibilmente individuabile nella clausola di upfront, con conseguente integrazione della relativa disciplina, se anche più restrittiva per la sottocategoria individuata".

2.4. Ha ritenuto poi fondato il rilievo del Comune per il quale, ex art. 42, comma 2, lett. i), T.u.e.l. (Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, approvato con D.Lgs. n. 267 del 2000), le delibere di accensione degli swap dovessero essere assunte dal consiglio comunale, in quanto prevedevano spese che impegnano i bilanci per gli esercizi successivi. E, a tale ultimo proposito, ha rilevato che la speciale Delib. Consiliare 27 marzo 2003, prevedeva una mera "linea di indirizzo", successivamente posta in atto dalla giunta e dal dirigente, quanto al primo contratto; e solo da determinazione dirigenziale, per i successivi.

2.5. La Corte ha riconosciuto, inoltre, come fondato il rilievo per il quale i contratti in questione violerebbero, oltre che l'art. 119 Cost., u.c., anche la L. n. 289 del 2002, art. 30, comma 15 e l'art. 202 T.u.e.l., in quanto non sarebbe risultato che l'indebitamento insito, implicito e prevedibile nei contratti in questione (esplicito

quanto alle clausole di upfront) fosse stato contratto "per finanziare spese di investimento" (la documentazione prodotta dal Comune attestando, anzi, una diversa destinazione).

2.6. Ha affermato, infine, che in nessuno dei tre contratti (contenuti nelle quattro scritture) vi fosse un puntuale riferimento ai mutui sottostanti in relazione ai quali i negozi sarebbero stati stipulati, facendo discendere da ciò la mancata emersione della causa concreta delle singole operazioni, della quale non era quindi dimostrata l'esistenza; allo stesso modo, secondo la Corte di appello, non poteva dirsi che i contratti fossero muniti di un oggetto avente i requisiti di cui all'art. 1346 c.c.: con la conseguenza che i negozi in questione dovevano reputarsi tutti affetti da nullità. (*Omissis*)

4. La prima sezione civile di questa Corte, investita dell'esame del ricorso, ha ritenuto di dover esaminare congiuntamente, per ragioni di connessione, i primi tre motivi del ricorso principale.

4.1. Ha osservato la sezione che il ricorso, nei primi tre motivi, pone due questioni, strettamente connesse e cruciali per vagliare la validità dei contratti di swap conclusi, in generale, dai Comuni: a) quella relativa alla possibilità di qualificare l'assunzione dell'impegno dell'ente locale che stipulò il contratto, avente ad oggetto il nominato derivato, come indebitamento finalizzato a finanziare spese diverse dall'investimento; b) quella concernente l'individuazione dell'organo chiamato a deliberare un'operazione siffatta (che nel caso in esame è stata disciplinata dal consiglio comunale attraverso delle mere "linee di indirizzo").

4.2. E, in relazione a tali problematiche, la Prima sezione civile (con ordinanza n. 493 del 10 gennaio 2019) ha rimesso la causa al Primo Presidente, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni unite, ai sensi dell'art. 374 c.p.c., comma 2, delle questioni così sintetizzate: a) "se lo swap, in particolare quello che preveda un upfront — e non sia disciplinato *ratione temporis* dalla L. n. 133 del 2008, di conversione del D.L. n. 112 del 2008 —, costituisca per l'ente locale un'operazione che generi un indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, a norma della L. n. 289 del 2002, art. 30, comma 15"; 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, comma 2, lett. i), T.u.e.l.".

4.3. A tal uopo, ha richiamato le diverse norme che assumono rilievo, nel quadro delle censure svolte:

i) anzitutto, l'art. 119 Cost., comma 6, il quale prevede che i Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni possano ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento;

ii) l'art. 202 T.u.e.l., per il quale il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalle leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti;

iii) la L. n. 448 del 2001, art. 41, comma 1, ove è previsto che, con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, siano approvate le norme relative all'ammortamento del debito e all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei detti enti; nonché il comma 2 dello stesso articolo, che contempla inoltre la facoltà,

di tali enti, di emettere titoli obbligazionari o contrarre mutui "previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito".

iv) la L. n. 289 del 2002, art. 30, comma 15, ove si commina la nullità degli atti e dei contratti con cui gli enti territoriali ricorrono all'indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento, in violazione dell'art. 119 Cost.; v) il D.M. n. 389 del 2003, emanato in attuazione della L. 448 del 2001, art. 41 cit., che disponeva espressamente, all'art. 3, comma 1, la regola secondo cui gli enti locali potessero concludere operazioni derivate consistenti in swap di tasso di interesse e, in termini più generali, operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito (qualora esse non prevedessero una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività e ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati fossero uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicassero, al momento del perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, "ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività").

4.3.1. Ha però chiarito che quest'ultima disposizione (non applicabile *ratione temporis* ai due contratti con previsione di upfront, conclusi tra le parti in causa) è stata successivamente superata con le modifiche apportate alla L. n. 350 del 2003, art. 3, comma 17, L. n. 133 del 2008 (con cui è stato convertito il D.L. n. 112 del 2008): per effetto di tale intervento legislativo è stato infatti previsto, per la prima volta, che costituisca indebitamento, ai sensi dell'art. 119 Cost., comma 6, "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" (E il detto approdo è rimarcato nella successiva versione dell'art. 3, comma 17, cit., come risultante dal D.Lgs. n. 118 del 2011, art. 75, comma 1, lett. a), secondo cui integra indebitamento "l'eventuale somma incassata al momento del perfezionamento delle operazioni derivate di swap (cosiddetto upfront)").

4.3.2. Ha poi osservato che, in forza della L. n. 147 del 2013, art. 1, comma 572, è venuta meno, in via generale (e salvo eccezioni specificamente previste) la possibilità, da parte degli enti locali, di stipulare i contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dall'art. 1, comma 3, del T.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998).

4.4. Con riguardo alle competenze in materia di spesa nell'ambito del Comune, ha richiamato infine l'art. 42 T.u.e.l. che, al comma 2, lett. i), assegna al consiglio comunale il compito di deliberare in ordine alle spese che impegnano 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.

5. Questo essendo il quadro normativo di riferimento, la Corte si è chiesta se, nel periodo che interessa, fosse consentita la conclusione di contratti derivati da parte degli enti locali: anche considerato che, nella fattispecie, i due contratti conclusi nel 2003, a differenza del terzo, perfezionato nel 2004, contemplavano altrettante clausole di upfront (rispettivamente per Euro 315.000,00 e per Euro 655.000,00).

5.1. Essa ha osservato che, se è vero che il legislatore ha definito per la prima volta l'upfront come "indebitamento", con il D.L. n. 112 del 2008, art. 62, comma 9, che ha novellato la L. n. 350 del 2003, art. 3, comma 17, ciò tuttavia non implicherebbe che le somme siano state versate legittimamente a quel titolo, in epoca precedente all'entrata in vigore della nuova disciplina.

5.2. Ha, perciò, ricordato che, avendo riguardo ai contratti conclusi dagli enti locali, si registrano responsi non univoci da parte della stessa Corte dei Conti, richiamando i relativi precedenti.

5.3. E, con riferimento alla seconda questione, correlata all'altra (e attinente alla contestata validità dei contratti conclusi, siccome preceduti da una delibera del consiglio comunale che conteneva una mera linea di indirizzo), si è chiesta se la conclusione di contratti swap (specie se prevedano un upfront: quindi una somma suscettibile di rimborso nel corso del rapporto) possa essere sottratta alla competenza che a quell'organo è riservata in caso di "spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi", a norma dell'art. 42, comma 2, lett. i), T.u.e.l. (*Omissis*)

RAGIONI DELLA DECISIONE — (*Omissis*). 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 stipulò 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 ordinamento di una definizione generale di "contratto derivato" si spiega con la circostanza che i derivati sono stati creati dalla prassi finanziaria e, solo in seguito, sono stati in qualche misura recepiti dalla regolazione del sistema giuridico. La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei derivati rende, però, complessa l'individuazione della ricercata nozione unitaria, dovendosi tenere conto che il fenomeno è forse comprensibile in maniera globale solo in un'ottica economica.

4.1. Ciò giustifica, quindi, la previsione dell'art. 1, comma 2 bis, T.u.f., che contiene una delega al Ministro dell'Economia e Finanze per identificare nuovi potenziali contratti derivati: nella sostanza il legislatore italiano ha seguito quello

Eurunitario, 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 vanilla), 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 *d* (dove *d* è la somma corrispondente al capitale 1 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 1 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, comma 5, Tuf, nei derivati OTC l'intermediario stipula un contratto (con il cliente) ponendosi quale sua controparte.

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

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

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

patturezioni 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 artt. da 1933 a 1935 c.c., 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 c.c. 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 probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti.

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, comma 5, del TUF, il quale dispone che "Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), non si applica l'art. 1933 c.c.". 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 tra 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 perseguiti dalle parti, anche se dà ad esse peso, ad esempio, per il giudizio di conformità all'interesse ex art. 21 TUF 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 alla L. n. 724 del 1994, art. 35, 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 la L. n. 448 del 2001, art. 41 (finanziaria per il 2002), con il quale, al fine di contenere il costo dell'indebitamento e di monitorare gli andamenti di finanza pubblica (comma 1), è stata estesa agli enti locali la facoltà di emettere titoli obbligazionari (e di contrarre mutui) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza — cd. titoli bullet — previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o

conclusione di swaps per l'ammortamento del debito (comma 2, previsione poi abrogata dal D.L. n. 112 del 2008, art. 62, comma 10, come modificato dalla L. n. 203 del 2008, art. 3), 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, connotata 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 della L. n. 448 del 2001, art. 41. 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 L. 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 del D.L. n. 112 del 2008, art. 62, comma 10 (intitolato "Contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle regioni e degli enti locali", per essere riformulate in termini più stringenti dalla L. n. 147 del 2013, art. 1, comma 572 (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 D.L. 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla L. 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 Cost.) 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 indebitamenti che, per il rischio che comportano, possono esporre le rispettive finanze ad accollarsi oneri impropri e non prevedibili all'atto della stipulazione dei relativi contratti aventi ad oggetto i cosiddetti derivati finanziari (così che, nel caso specificamente esaminato, sussistevano oggettivamente quelle ragioni di straordinarietà e urgenza che giustificavano il ricorso al Decreto Legge, volto, da un lato, alla disciplina a regime del fenomeno e, dall'altro, al divieto immediato per gli enti stessi di ricorrere ai predetti strumenti finanziari).

7.3. Considerato tale basilare insegnamento, la L. 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 eccepzionale 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, comma 572, lett. d), di tale Legge, a prevedere, a pena di nullità rilevabile unicamente dall'ente, la necessità di un'attestazione scritta dell'organo pubblico, competente a firmare tali tipi di contratti, di avere una specifica conoscenza dei rischi e delle caratteristiche del derivato, nonché delle variazioni intervenute nella copertura del sottostante indebitamento.

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, dell'art. 119 Cost., commi 4 e 6, che rispettivamente enunciano il vincolo dell'equilibrio finanziario e la necessaria finalizzazione dell'indebitamento alle spese di investimento (conclusione che è stata rafforzata con l'ulteriore richiamo all'esistenza della materia di legislazione concorrente del "coordinamento della finanza pubblica" di cui all'art. 117 Cost., comma 3).

8.2. Infatti, i contratti derivati, in quanto aleatori, sarebbero già di per sé non stipulabili dalla P.A., poiché l'aleatorietà costituirebbe 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'ampissimo 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 L. 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 qualitativa 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, comma 5, del TUF, il quale dispone che "Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a), non si applica l'art. 1933 c.c.", 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 raccomandandi 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 regola iuris, secondo la quale:

in tema di contratti derivati, stipulati dai Comuni italiani sulla base della disciplina normativa vigente fino al 2013 (quando la L. 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 ultimamente ed efficacemente procedere 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, avvenuti 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 del D.L. n. 112 del 2008, art. 62, comma 9, come modificato dalla L. n. 133 del 2008, in sede di conversione e, successivamente, sostituito dalla L. n. 203 del 2008, art. 3 (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 derivante 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, comma 2, lett. i), TUEL, stabiliva che "Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: (...) — spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi, escluse quelle relative alle locazioni di immobili ed alla somministrazione e fornitura di beni e servizi a carattere continuativo".

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 patuiti 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 connotata alla natura aleatoria del negozio.

10.4.1. L'organo consiliare deve valutare la convenienza di operazioni che potranno 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'intervento 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 sostituiti 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, comma 2, lett. i), TUEL di cui al D.Lgs. n. 267 del 2000 (laddove stabilisce che "Il consiglio ha competenza limitatamente ai seguenti atti fondamentali: (...) "spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi (...)"); non potendosi assimilare ad un semplice atto di gestione dell'indebitamento dell'ente locale con finalità di riduzione degli oneri finanziari ad esso inerenti,

adottabile dalla giunta comunale in virtù della sua residuale competenza gestoria ex art. 48, comma 2, stesso Testo Unico.

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

(1) Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS.

SOMMARIO: 1. Le Sezioni Unite e la funzione di nomofilachia 'rafforzata'. — 2. I contratti IRS degli enti locali. — 2.1. IRS e CDS. — 2.2. I limiti imposti alla PA relativamente ai contratti derivati. — 2.3. Il contenzioso relativo ai contratti derivati stipulati dalla PA. — 2.4. Natura giuridica dell'*upfront*. — 3. Il contratto derivato come contratto 'alieno'. — 3.1. Una 'scommessa finanziaria differenziale'. — 3.2. Meritevolezza soggettiva ed oggettiva. — 4. Derivati ed asimmetria informativa. — 4.1. Il *Mark to Market*. — 4.2. Gli scenari probabilistici. — 5. Considerazioni conclusive.

1. La sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, 12 maggio 2020, n. 8770 è destinata ad incidere sull'esito dei molti contenziosi ancora pendenti presso le corti di merito in materia di strumenti finanziari derivati. E ciò per due ordini di ragioni. La prima è ovviamente collegata alla funzione di nomofilachia 'rafforzata' delle decisioni delle Sezioni Unite ai sensi dell'art. 347 c.p.c. (come modificato dal d.lgs. n. 40/2006) che — come noto — attribuisce maggiore peso alle pronunce a Sezioni Unite della Corte di Cassazione, impedendo alle sezioni semplici di discostarsi da esse, se non rimettendo motivatamente la questione problematica a una nuova pronuncia delle Sezioni Unite. La seconda è connessa alla evidente comprensione da parte dell'estensore degli aspetti economico/finanziari dei contratti derivati, cui consegue — come si vedrà — un ineccepibile approfondimento dei profili relativi alla 'meritevolezza', all'oggetto e alla causa di tali contratti (1).

La sentenza delle Sezioni Unite è destinata, lo si anticipa, a travalicare il perimetro del contenzioso, oggi di scarsa rilevanza, relativo ai derivati degli enti locali per osmoticamente contagiare il tuttora fiorente contenzioso relativo ai contratti derivati stipulati da imprese e risparmiatori (2). Demolendo gran parte dell'arsenale difensivo delle banche. Ad iniziare dall'argomento, formale, relativo alla pretesa (basata su certificazioni prestampate che le banche costringevano i propri clienti a firmare) professionalità (qualifica di "operatore qualificato") delle controparti private (3). Aut-

(1) M. ANULLI-A. PERRONE, *La giurisprudenza sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, Riv. dir. banc., 2020, 195 ss., osservano che le questioni affrontate dalla corte di legittimità « richiedono un'adeguata comprensione del fenomeno reale, in modo da assicurare che la soluzione giuridica sia proporzionata e vengano evitate, di contro, ricostruzioni astratte o precomprensioni non controllate ».

(2) Nello stesso senso M. ANULLI-A. PERRONE (nt. 1), 206.

(3) Sul punto, del resto, era già intervenuta Cass., 31 luglio 2017, n. 19013 (leggia in *Corr. giur.*, 2018, 339 ss. con nota di G. SASSO, *Contratto di interessi rate swap e "meritevolezza degli interessi" ex art. 1322, 341 ss.*), secondo cui « si deve ritenere che la necessaria cura dell'interesse del cliente — che la normativa dei citati artt. 21 e 26, va a inserire nell'ambito della generale valutazione di meritevolezza degli interessi prescritta dall'art. 1322 c.c. — si traduca, in relazione alle operazioni in derivati IRS con funzioni di copertura, nel rispetto » delle seguenti condizioni: che le operazioni « siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente », che sia « elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine » e, infine, che « siano adottate procedure e misure di

locertificazione (coattiva) che privava il cliente di gran parte (se non tutte) le tutele previste dal t.u.f., in un contratto — come oggi, correttamente, la Suprema Corte ricorda — geneticamente ammorbato dal conflitto di interesse dell'intermediario finanziario che, come Arlecchino, serve due padroni assumendo « nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente » (4).

controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente ». Tuttavia, secondo A. Tuccia, *Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, *Corr. giur.*, 2018, 349 ss., nel caso deciso dalla Cassazione non si porrebbe un problema di "meritevolezza" bensì di liceità della "causa concreta" del contratto (che si manifesterebbe "allorché il comportamento *contra legem* penetri, snaturandola o, comunque, viziandola, nella causa del singolo contratto, conducendo a una valutazione, in termini di non meritevolezza" del complessivo assetto di interessi concretamente realizzato"). Per una recente ricostruzione della giurisprudenza in materia v. M. ANULLI-A. PERRONE (nt. 1), 200 ss.

(4) La giurisprudenza di merito sino all'intervento in materia della Corte di legittimità si divideva in due contrapposte correnti: i seguaci della tesi cosiddetta 'formalistica' e quelli della tesi cosiddetta 'sostanzialistica'. I primi attribuivano alle dichiarazioni del cliente natura di 'dichiarazione di scienza', epperanto l'intermediario sarebbe stato esonerato dalla verifica della competenza e dell'esperienza prescritte dal Regolamento Comob n. 11522/1998 per l'inclusione tra gli 'operatori qualificati' (App. Milano, 12 ottobre 2007; Trib. Mantova, 9 giugno 2005; Trib. Milano, 2 aprile 2004; Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009; Trib. Forlì, 11 luglio 2008. In questo senso anche parte della dottrina, v. BOGACCHIO, in *Contr. e impr.*, 2009, 310). I secondi, invece, degradavano la 'l'effettiva sussistenza dei presupposti previsti dalla legge (Trib. Torino, 18 settembre 2007; Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in questa Rivista, 2008, II, 57 ss. con nota di LEMMA, *L' "operatore qualificato", nelle operazioni in derivati*; Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009). La Corte di legittimità (Cass., 12138/2009, poi confermata da Cass., 8343/2018; 3962/2018) interveniva assumendo una posizione di compromesso tra le due tesi estreme. Infatti la Cassazione precisava che « in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari — pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo » esonerava l'intermediario « dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova che il giudice — nell'esercizio del suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti (art. 116 c.p.c.) — può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato ed anche ai fini dell'accertamento della diligenza prestata dall'intermediario con riferimento a tale specifica questione ». Sotto il profilo della ripartizione degli oneri probatori, pertanto, « nel caso di asserita discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale da tale dichiarazione rappresentata, graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime, o almeno la loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente ».

La giurisprudenza successiva all'intervento della Cassazione, pur aderendo al principio della medesima espresso (Trib. Bari, 18 maggio 2016, n. 2716; Trib. Novara, 19 luglio 2012; Trib. Milano, 14 aprile 2012; Trib. Milano, 6 maggio 2012; App., Torino, 26 settembre 2011; App. Milano, 7 settembre 2011; Trib. Lecce, 9 maggio 2011; Trib. Bari, 15 luglio 2010; Trib. Udine, 13 aprile 2010; Trib. Torino, 30 novembre 2009; Trib. Torino, 23 novembre 2009), tendeva a svalutare — ai fini del giudizio risarcitorio — la rilevanza della dichiarazione di operatore qualificato. Infatti, parte della giurisprudenza, aderendo all'orientamento della migliore dottrina, spostava la propria attenzione

(1-3) I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa (**)

SOMMARIO: La sentenza delle Sezioni Unite (e le questioni poste dall'ordinanza interlocutoria). — 2. Enti locali e derivati solo "con finalità di copertura". — 3. Causa e oggetto del contratto. La c.d. alca razionale. La "causa concreta". — 4. La presunta "strutturale" posizione di conflitto di interessi dell'intermediario. — 5. Costi impliciti e azzeramento della bilateralità dell'alca. — 6. Scommessa "razionale": *mark to market* e descrizione degli scenari probabilistici. — 7. La qualificazione dell'*upfront*. — 8. Conflitti con il diritto dell'Unione Europea. — 9. L'applicazione retroattiva della regola. — 10. L'impatto della decisione delle Sezioni Unite sulla più recente giurisprudenza di merito.

1. Come noto, le Sezioni Unite hanno di recente affrontato il tema della validità dei contratti derivati stipulati dagli enti locali con una decisione che ha offerto diversi spunti di riflessione, a causa degli approdi, per certi versi inaspettati, cui sono giunte, e che è destinata a diventare nei prossimi anni un inevitabile punto di confronto per chi debba occuparsi dei contratti derivati, non solo quelli degli enti locali.

In queste pagine ci proponiamo di analizzare la decisione e i suoi principali profili di criticità per verificare, in particolare, se le soluzioni interpretative fornite dalla Cassazione siano compatibili o meno con la normativa europea (1).

Nella specie, le Sezioni Unite hanno dichiarato la nullità di taluni contratti derivati che erano stati conclusi dal comune di Cattolica sulla base delle seguenti considerazioni:

(i) gli *swap* sono contratti a *causa variabile* perché talora rispondono a una finalità assicurativa, talaltra hanno funzione di copertura di rischi sottostanti; la funzione che l'operazione persegue va pertanto individuata esaminando il *caso concreto*. In mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, l'operazione sarà connotata da

(**) Contributo destinato al *Liber Amicorum Aldo Dolmetta*.

(1) Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in questa Rivista, 2021, II, 45, con nota di U. PATRONI GRUFFI, *Notevole a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*. La sentenza è stata pubblicata e annotata nelle principali riviste: in *Foro it.*, 2020, I, 3142, in *Corr. giur.*, 2020, 1483, con nota di P. P. Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati; in *Riv. dir. banc.*, 2020, n. 3, II, 123, con nota di PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*; in *Riv. dir. banc.*, 2020, II, 195, con nota di PERONE, *Ancora, La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*; in *Giur. it.*, 2020, 2397, nota di A. TUCCA, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite*; in *Società*, 2020, 1116 nota di BARRILENA, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*; in *Riv. dir. civ.*, 2020, n. 6, con nota di GABRIANO, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 1092, con nota di CALABRESE, *Quantità e qualità dell'alca come elemento necessario del derivato IRS*; in *Contr.*, 2020, 539, con nota di BERANI, *Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770*; in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 529, con nota di PAGLIARI, *Derivati ed enti locali: esigenze di tutela e normativa applicabile*; in *www.dirittoeconomico.it*, con nota di DANUSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*; in *www.dirittoeconomico.it*, con nota di NAROLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770). Cfr. anche CAVUTO NASSERTI, *Da Bologna a Roma passando per Bisanzio: i derivati in una recente pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 355. La sentenza delle Sezioni Unite è stata, infine, ammoverata fra le decisioni civili di legittimità più rilevanti emesse nell'ultimo anno giudiziario dal Primo Presidente della Cassazione, P. CURZIO, nella *Relazione sull'amministrazione della giustizia nell'anno 2020*, Roma, 2021, p. 96 s. il quale ha evidenziato che la sentenza si mostra "di grande interesse" nella prospettiva della disciplina dell'indebitamento degli enti locali e della finalizzazione della spesa.

una incertezza di fondo che rende nullo il contratto, perché appunto non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile);

(ii) nei derivati OTC il conflitto di interessi fra intermediario e cliente è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente;

(iii) anche per il periodo di vigenza dell'art. 41 della l. n. 448/2001, e quindi sino al 2008 (2), la percezione di un *upfront* da parte degli enti locali costituiva una forma di indebitamento;

(iv) pur potendo gli enti locali procedere alla stipula di derivati di copertura, essi potevano, sino al 2008, utilmente procedere 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 i rischi e di rendere consensuali gli enti 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;

(v) 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 negoziazione si traduce comunque nell'estinzione dei precedenti rapporti di *mutuo* sottostanti, ovvero anche nel loro mantenimento, ma con rilevanti modificazioni, deve essere data, a pena di nullità, dal consiglio comunale, 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.

Prima di esaminare nello specifico i fondamenti della decisione, va rilevato che le Sezioni Unite hanno cercato di regolare la complessa tematica dei contratti derivati alla luce delle categorie generali del diritto civile e in particolare delle obbligazioni e dei contratti previsti dal codice civile. Ma, così facendo, la Cassazione ha non solo trascurato il confronto con la disciplina speciale (il TUF e le norme regolamentari di attuazione) ma, anche e soprattutto, ha dimenticato che l'intera materia dei derivati finanziari costituisce la trasposizione di disposizioni di rango europeo che non possono essere ignorate dall'ordinamento italiano. Questo approccio ermeneutico limitato rappresenta per così dire il "vizio genetico" di questa decisione.

Ciò rilevato, va poi ricordato che le questioni poste dalla Prima sezione della Corte di cassazione, con l'ordinanza interlocutoria 10 gennaio 2019, n. 493, erano limitate a due temi specifici (3). In particolare, le questioni oggetto di rimessione erano incentrate sui limiti all'operatività in derivati degli enti locali in considerazione della natura dell'operazione di *swap* e delle relative competenze deliberative. Sta di fatto che le Sezioni Unite, investite della vicenda, hanno ritenuto di "allargare lo sguardo" alla materia dei derivati nel suo complesso, senza che, a ben vedere, ciò fosse necessario per la definizione delle questioni oggetto di rimessione. Così facendo, tuttavia, le Sezioni Unite hanno finito, attraverso una *copiosa* argomentazione, per offrire soluzioni interpretative che potrebbero trovare applicazione non soltanto ai contratti derivati stipulati dagli enti locali, ma anche a quelli sottoscritti dai privati (4).

(2) Per effetto di siffatto intervento legislativo è stato previsto per la prima volta che "l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate" costituisce una forma di indebitamento.

(3) Cass., 10 gennaio 2019, n. 493, in *Giur. it.*, 2020, 72, con nota di IMBRIGLIA, *Derivati, up front ed enti locali: la parola alle Sezioni Unite*.

(4) Infatti, nella sua parte introduttiva, la sentenza pone dei principi generali in ordine alla causa degli *swap* valevoli per tutti i contratti di questa tipologia e non solo per quelli stipulati con gli enti locali. Si è affermato che il ragionamento delle Sezioni Unite — basato sull'asimmetria informativa tra intermediario e cliente e su un'asserita possibilità di "razionalizzare" l'alca insita in

Va, peraltro, evidenziato che, con l'ordinanza interlocutoria, la Sezione aveva rimesso la causa al Primo Presidente, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, non perché le questioni di diritto fossero state già decise in senso difforme dalle sezioni semplici della Suprema Corte, ma perché aveva ravvisato che le questioni da decidere fossero di particolare importanza, ai sensi dell'art. 374, comma 2°, c.p.c., sottolineando, al contempo, come la Corte dei Conti e il Consiglio di Stato avessero fornito, sulle questioni oggetto di rimessione, risposte contrastanti.

In particolare, le questioni che erano state poste dall'ordinanza interlocutoria erano le seguenti:

1) se lo *swap*, in particolare quello che prevede un *upfront*, concluso prima del 2008 (5) costituisca per l'ente locale un'operazione che genera un "indebitamento" per finanziare spese diverse da quelle di investimento (e, quindi, una forma di "indebitamento" ex art. 119 della Costituzione);

2) se la stipula del contratto di *swap* — implicando una delibera di spesa che impegna i bilanci per gli esercizi successivi (ai sensi dell'art. 42, comma 2°, TUEL) — rientra nelle competenze riservate al consiglio comunale.

Alla prima questione le Sezioni Unite hanno dato risposta affermativa, concludendo nel senso che lo *swap* (con *upfront* o meno) comporta un indebitamento, senza, però, motivare la conclusione cui sono pervenute e, quindi, di fatto non risolvendo il ricordato contrasto giurisprudenziale.

Con riguardo alla seconda questione, le Sezioni Unite hanno affermato che la stipula del contratto di *swap* è riservata al consiglio comunale se il contratto: (i) contiene la clausola di *upfront*, ovvero, (ii) pur in mancanza di una clausola di *upfront*, ha l'effetto di determinare l'estinzione del mutuo (o altra forma di indebitamento dell'ente locale); o ancora (iii) comporta una rilevante modifica dei termini dell'indebitamento.

La sentenza, però, non esplicita l'iter logico-argomentativo seguito per pervenire a una simile conclusione, né confluisce, in alcun modo, l'orientamento contrario — quello del Consiglio di Stato, sentenza n. 3174 del 30 giugno 2017 — riportato nell'ordinanza interlocutoria, secondo cui lo *swap* non è riconducibile alla fattispecie delle spese pluriennali (6) (riservate alla competenza del consiglio comunale) ma è un atto di gestione dell'indebitamento dell'ente locale, con finalità di riduzione degli oneri finanziari ad esso inerenti (legittimamente adottabile dalla giunta comunale).

In realtà, le Sezioni Unite hanno affrontato e risolto le due questioni oggetto di rimessione in appena tre pagine, dopo aver fornito, in un'ampissima parte introduttiva, un inquadramento generale dei contratti di *swap*, che formalmente si presenta come *obiter dictum*, assolutamente non necessario a dare risposta ai quesiti oggetto di rimessione (7).

2. Per mettere a fuoco i temi oggetto di decisione le Sezioni Unite hanno

qualunque investimento (inevitabilmente dipendente da esiti futuri) si presta a estendersi all'acquisto di qualsiasi strumento finanziario. Con l'unico "scenario probabilistico" di incentivare azioni fondate sulla mancanza di indicazioni sulle probabilità di risultato favorevole o sfavorevole in relazione a ogni investimento che risulti, anche a distanza di anni, poco conveniente. E ciò anche in ragione dell'imprevedibilità dell'azione di nullità. A conferma che le soluzioni interpretative fornite dalle Sezioni Unite sono destinate a trovare applicazione non soltanto ai contratti derivati stipulati dagli enti locali, ma anche a quelli sottoscritti dai privati, v., da ultimo, Cass., 29 luglio 2021, n. 21830.

(5) Anno in cui si è modificata la definizione di "indebitamento" ex legge n. 350 del 2003.

(6) Di cui alla lett. i), dell'art. 42, del d. lgs. 267 del 2000.

(7) La natura di semplice *obiter* è testimoniata dall'assenza di qualunque riferimento ai contrasti giurisprudenziali sui temi trattati.

ritenuto di affrontare sul piano generale il fenomeno dei contratti derivati, sottolineandone la natura *exogena* rispetto al nostro ordinamento e la comprensibilità solo in un'ottica economica. A questo riguardo, la Cassazione ha evidenziato come lo *swap* difetti del carattere della negoziabilità (cioè dell'attitudine alla circolazione) sicché esso "tende a non divenire autonomo rispetto al contratto che lo ha generato".

La Corte di cassazione ha ripercorso, con un lungo *excursus* (al § 7), l'evoluzione della normativa rilevando che — sino al divieto generale di conclusione di contratti derivati (a pena di nullità « relativa ») previsto dalla l. n. 147 del 2013 — agli enti locali fossero inizialmente consentiti tanto il ricorso all'indebitamento attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari, quanto la conclusione di contratti ad essi connessi per sole finalità di copertura.

In particolare, con riferimento agli *swap* per l'ammortamento del debito, la Cassazione ha statuito che lo *swap* richiederebbe "la convenienza economica". Il derivato deve essere economicamente conveniente "essendo precluso agli enti locali stipulare derivati con finalità speculative". Tali rilievi appaiono — per come sono formulati — discutibili.

Per vero, appare difficile vedere come un contratto di copertura dai rischi derivanti da un'esposizione debitoria possa ritenersi "economicamente conveniente" (al di là della sua funzione specifica di copertura). Più sensato è chiedersi se il concreto regolamento negoziale stipulato tra le parti contenga scelte coerenti con il profilo di rischio dell'ente. A dir poco « intrigante », inoltre, è la notazione secondo la quale il legislatore avrebbe prescritto agli enti pubblici "di guadagnare senza rischiare" (§ 7.1.4) in un quadro (quello dell'intermediazione finanziaria) cui è connotata "l'alea di rischio". La sentenza ha concluso sul punto nel senso che — sulla base della disciplina vigente fino al 2013 — per essere legittimo il contratto derivato doveva essere "economicamente conveniente", essendo precluso agli enti locali stipulare derivati con finalità speculative (§ 8.3).

3. Le Sezioni Unite hanno statuito che i contratti di *swap* costituiscono una "scommessa legale", consentita solo nella misura in cui acquistano la forma di una "scommessa razionale", conclusa in termini tali da consentire a entrambe le parti di compensare i rischi sottostanti il contratto e di apprezzarne le implicazioni (8).

In particolare, per verificare se gli *swap* perseguano interessi meritevoli di tutela in astratto (art. 1322, comma 2°, c.c.) e siano muniti di una valida causa in concreto, occorrerebbe accertare, secondo la Suprema Corte, se l'alea del contratto sia stata calcolata secondo "criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi" (così la sentenza, § 6.2). Questo perché il legislatore autorizza questo genere di scommesse solo se "razionali". Peraltro, l'accordo in cui questa "scommessa razionale" si sostanzia non deve limitarsi solo al *mark to market* (ritenuto un « numero » poco significativo in ordine alla consistenza dell'alea) ma investire anche gli "scenari probabilistici", così fornendo indicazioni di natura sia qualitativa che quantitativa sull'alea e dunque la stessa misura dei costi pur se impliciti.

In quest'ottica, secondo le Sezioni Unite, siffatti parametri divergono determinanti per verificare se il derivato può, nelle circostanze date, realizzare la funzione di gestione del rischio.

Tuttavia, la qualificazione dei contratti di *swap* in termini di "scommessa razionale" si presta a numerose censure. Quest'impostazione appariva ormai superata dalla precedente giurisprudenza delle Sezioni Unite, che era approdata alla conclusione che

(8) Sul punto cfr. LENIR, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali e sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?* in questa Rivista, 2012, I, 393 ss.

non tutti i contratti aleatori possano, per ciò solo, essere ricondotti allo schema della scommessa (9). Sotto altro profilo deve osservarsi che, nei contratti di copertura tradizionali, quali ad esempio gli IRS, non vi è alcuna "alea razionale" da valutare poiché l'obiettivo perseguito è quello di rendere il costo del debito indipendente dall'aleatorietà dei tassi di mercato.

A ben vedere, le Sezioni Unite hanno sovrapposto (e, per certi versi, addirittura confuso) la carenza di elementi informativi necessari a definire la causa del contratto di *swap* e la violazione degli obblighi informativi che incombono sugli intermediari sulla base delle regole di condotta previste dalla disciplina di settore. In realtà, come chiarito dalle sentenze "gemelle" delle Sezioni Unite del 2007, alla violazione degli obblighi informativi non consegue la nullità del contratto (10).

Pertanto, come è stato già correttamente rilevato dal Consiglio di Stato, ciò che è necessario verificare è se, nel caso concreto, l'ente locale fosse in condizione di comprendere l'alea del contratto o di quantificare il *mark to market* o richiedere alla banca informazioni circa le valutazioni fatte, il rischio di credito e le altre variabili considerate, anche al fine di avviare una negoziazione sulle condizioni praticate (11).

4. In maniera non del tutto conseguente rispetto a queste — già non limpidissime — premesse, la Cassazione afferma poi che la causa dello *swap* è soggettivamente collegata al settore finanziario. Dalla qualifica dell'intermediario finanziario quale « mandatario dell'investitore », in tesi, tenuto a fornire « raccomandazioni personalizzate al suo assistito », discende che ove l'intermediario compia l'operazione quando doveva astenersi o senza il consenso dell'investitore, gli atti compiuti non possono in alcun caso 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 » (§ 6.5).

In realtà, in ordine alla strutturale posizione di conflitto di interessi in capo agli intermediari, rilevata a più riprese dalle Sezioni Unite nella sentenza, deve ritenersi che l'eventuale posizione di conflitto di interessi non comporta, di per sé, la nullità del contratto.

Con riferimento a questo profilo resta da dimostrare che gli intermediari versino, in ogni caso, in una condizione di conflitto di interessi, anche in considerazione del fatto che il *margin* generato a loro vantaggio deriva spesso dalla differenza tra il contratto negoziato con l'ente locale e quello negoziato sul mercato interbancario.

Il tema del conflitto di interessi si salda così (e rischia di confondersi) con quello del difetto di causa, perché la sentenza delle Sezioni Unite sembra rifarsi a quella giurisprudenza di merito, in materia di costi impliciti, che fa derivare dall'applicazione di queste voci di costo la nullità del contratto perché — nell'omettere di comunicare il

(9) Il riferimento è alle note sentenze "gemelle" Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, ove le Sezioni Unite hanno dichiarato 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."

(10) Sia consentito ancora rinviare a LENER, LOCANTONI (nt. 8), 377 ss.

(11) Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962.

loro importo — l'intermediario, che agisce anche in veste di mandatario, non avrebbe perseguito il miglior interesse dell'investitore.

5. Anche a voler accedere alla ricostruzione del precedente paragrafo, l'affermazione per la quale la posizione di conflitto di interesse è, in ogni caso, fonte di nullità del contratto deve essere ridimensionata. Il difetto di causa, in quest'ottica, è invocabile solo quando la misura dei costi impliciti sia tale da escludere (o ridurre in maniera radicale) la bilateralità dell'alea (12). In questo caso, il contratto sarebbe del tutto privo di causa e la legittimazione a fare valere la nullità per difetto di causa del contratto spetterebbe non solo all'investitore ma anche all'intermediario (13).

Nei casi in cui l'incidenza dei costi impliciti, pur non eliminando la bilateralità dell'alea, comporti solo una *notevole* difformità dell'IRS rispetto alla richiesta « miglior cura » dell'interesse dell'investitore (14), il rimedio esperibile sarà la declaratoria di inefficacia ai sensi dell'art. 1711, comma 1°, ultima parte, c.c. (e non della nullità per difetto di causa) (15). Rimedio al quale è legittimato il solo investitore.

A ogni buon conto, contrariamente a quanto affermato dalle Sezioni Unite, la comunicazione in merito alla sussistenza dei costi impliciti appare un tema di corretta informazione della controparte e non di validità del contratto. Si aggiunga che, alla data di conclusione dei contratti del comune di Catolica presi in esame dalla sentenza, *non vi era alcun obbligo di comunicazione dei costi impliciti alla clientela*. La disciplina in tema di trasparenza sui costi, infatti, è successiva alla Direttiva 2004/39/CE ("MiFID") (16).

È dunque corretto sostenere che, solo dopo il recepimento della MiFID I, l'obbligo di fornire una illustrazione dei costi impliciti (come costi iniziali) all'atto della conclusione del contratto era in linea con il quadro regolamentare. Adempiendo diligentemente agli obblighi di informativa, l'intermediario era tenuto a informare la controparte dei costi impliciti a partire dal 1° novembre 2007. Questa indicazione non

(12) In questo senso v. MATTEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 648 ss.

(13) Ai sensi dell'art. 1421 c.c. trattandosi di nullità di diritto comune che esula dall'ambito di applicazione dell'art. 23, comma 3°, t.u.f.

(14) In quanto atto gestorio contrario all'interesse del mandante per l'incidenza di un interesse in conflitto.

(15) *Ibidem*.

(16) Infatti, per ciò che attiene al servizio di negoziazione per conto proprio (che è il servizio tipicamente prestato nell'ambito della conclusione di derivati *over the counter*), l'art. 32, comma 5°, imponeva agli intermediari l'obbligo di comunicare agli investitori, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale erano disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari, non potendo applicare alcuna commissione sul prezzo pattuito. Si rendeva così esplicito che il margine per l'intermediario proveniva dalla differenza tra prezzo pagato sul mercato o ad altro intermediario e prezzo praticato al cliente. Ciò *legittimava* l'intermediario a inserire implicitamente il proprio compenso nel prezzo praticato al cliente, come peraltro poi confermato nella successiva comunicazione sui prodotti illiquidi (cfr. paragrafo 3.11).

Salvo quindi sostenere l'illegittimità di qualsivoglia remunerazione per l'intermediario, la disposizione — applicabile all'epoca di conclusione dei contratti oggetto di decisione — reputava trasparente per l'investitore che il prezzo contenesse implicitamente il compenso dell'intermediario. Si noti peraltro che la conclusione di IRS veniva spesso preceduta da procedure a evidenza pubblica che prevedono la presentazione di offerte in competizione. La scelta dell'intermediario con cui concludere il contratto di IRS era quindi spesso frutto di un'attenta valutazione delle diverse offerte e di una successiva negoziazione dei loro termini e doveva quindi tener conto dei costi impliciti, che ben poco avevano di "occulto" in quelle circostanze.

La disciplina in tema di trasparenza sui costi si è andata, poi, affinando con la MiFID I e la MiFID II. Sul punto, v. *infra* § 8.

può valere evidentemente per i contratti precedenti. Di qui, le ragioni perplesse che suscita la decisione delle Sezioni Unite (17).

6. Ciò tuttavia non esaurisce la questione per le Sezioni Unite, le quali a questo punto passano a verificare se siano riscontrabili, oltre quelli già menzionati, "altri limiti alla liceità di siffatti tipi contrattuali" (§ 9).

A tal fine la Corte, partendo dall'assunto che i contratti di *swap* costituiscono una "scommessa razionale", valida soltanto allorché consentite a entrambe le parti di comprendere i rischi sottostanti il contratto e di apprezzarne le implicazioni, richiama i principi generali in ordine alla determinatezza o determinabilità dell'oggetto del contratto, che si ritiene sussistano soltanto quando la misura dell'alea — calcolata secondo "criteri riconosciuti e oggettivamente condivisi" — sia indicata nel negozio.

In conseguenza — e qui viene l'approdo senz'altro più drittonico della decisione — l'accordo sulla "misurabilità/determinazione dell'oggetto" non deve limitarsi al criterio del *mark to market* ma investire anche gli scenari probabilistici e concernere la misura "qualitativa e quantitativa" dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti. Solo utilizzando questi parametri di calcolo appare possibile — a parere delle Sezioni Unite — realizzare la funzione di gestione del rischio finanziario e la scommessa può ritenersi razionale e il negozio meritevole di tutela.

Con riferimento al *MiM*, le Sezioni Unite aderiscono quindi a quell'orientamento della giurisprudenza di merito che considera il *mark to market* un elemento essenziale del contratto derivato (18).

Sennonché, come era stato già riconosciuto dalla stessa Corte di cassazione, il *mark to market* costituisce principalmente la stima del valore effettivo del contratto a una certa data anche se, in astratto, esso non esprime un valore concreto e attuale, ma è 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, esso è un metodo di valutazione delle attività finanziarie (alternativo a quello storico o di acquisizione) 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 (così la sentenza, § 4.7.1) (19).

(17) Si è osservato a questo proposito che "il punto d'impente è che le SS. UU. collegano a questa mancata informazione una sanzione di nullità. Un difetto di *disclosure* su qualcosa di paragonabile alla provvigione (tanto da essere calcolabile in genere in qualche decimale di punto percentuale rispetto al nominale dell'intera operazione e a un paio di punti percentuali rispetto al monte complessivo dei differenziali scambiati nel corso degli anni) travolge secondo le SS. UU. l'intera operazione", così RISTUCCA, PETRONI, *Riflessi di Cass. SS. UU. 8770/2020 in materia di Interest Rate Swap su prodotti derivati (e non solo) stipulati da soggetti privati — Dubbi sulla compatibilità della decisione con il diritto europeo*, in *www.diritto bancario.it*.

(18) Secondo l'orientamento giurisprudenziale di merito a cui hanno aderito le Sezioni Unite, il *mark to market* è un elemento essenziale del contratto, con la conseguenza che, nel caso in cui non sia determinato e neppure determinabile, si configura un vizio di nullità, ora per mancanza di causa, ora per indeterminazione ovvero indeterminabilità dell'oggetto ai sensi degli artt. 1346 c.c. e 1418 c.c. In tal senso, v., App. Milano, 25 settembre 2018; Trib. Bologna, 3 luglio 2018; Trib. Milano, 7 luglio 2016.

(19) Il *MiM* è definito dalla giurisprudenza quale "costo di sostituzione" corrispondente "al prezzo, dettato dal mercato in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso" (Cass., 8 luglio 2016, n. 14059). In particolare, nella citata pronuncia la Cassazione ha statuito che "il *mark to market* non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark to market*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari,

Il valore del *mark to market* è peraltro influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente rettificato in funzione dell'andamento dei mercati. Per verificare se l'indicazione del *mark to market* rappresenti un vantaggio per l'ente, occorre, dunque, fare una valutazione *a posteriori*, quando il contratto abbia raggiunto la sua naturale scadenza. Nel caso di specie, quand'anche la banca avesse fornito al comune di Catolica le indicazioni sul valore del *mark to market* alla data di conclusione dei contratti, queste non avrebbero consentito al comune di fare previsioni attendibili, poiché l'andamento dei tassi di interesse nel periodo di riferimento è stato segnato da una dinamica del tutto inattesa, che nessun modello prevedeva. Per queste ragioni la decisione della Suprema Corte non appare condivisibile.

Infine, le Sezioni Unite, oltre a ritenere elemento essenziale del contratto il criterio del *mark to market* — pur se, come detto, l'obbligo di indicazione dello stesso è stato introdotto in un momento successivo alla stipulazione del contratto — ritengono necessario « verificare — ai fini della liceità dei contratti — se si sia in presenza di un accordo tra intermediario e cliente sulla misura dell'alea ... » con la precisazione che « [l]ale accordo non deve limitarsi al *mark to market* [poiché il *mark to market*] è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea » (20). In altre parole, potrebbe non essere sufficiente un'informazione diligente, periodica e continuativa sul *mark to market*, essendo, piuttosto, necessario un « accordo sulla misura dell'alea ».

Pertanto, dopo aver rilevato che la comunicazione dei dati sul *mark to market* (non è chiaro poi se con riferimento al suo valore o alla formula di calcolo) ha un limitato valore informativo, le Sezioni Unite richiedono la comunicazione degli scenari probabilistici. Tuttavia, è con riferimento all'obbligo di fornire informazioni in ordine agli scenari probabilistici che la sentenza omette di « contestualizzare » la fattispecie. All'epoca della conclusione dei contratti, infatti, questi indicatori non erano neanche stati sviluppati nella disciplina di settore.

Invero, una prima definizione di "scenari probabilistici" — in termini di indicatori sintetici che forniscono agli investitori, in modo chiaro e comprensibile, informazioni: (i) sui rendimenti attesi; (ii) sul complessivo livello di rischio del prodotto al momento della sua sottoscrizione e successivamente nel corso del periodo di investimento consigliato; e (iii) sul periodo di investimento consigliato, da determinarsi sulla base delle specifiche caratteristiche dei prodotti, del relativo profilo di rischio e dei costi — è da rinvenire in alcuni documenti *orientativi* pubblicati dalla Consob nel 2009 nell'ambito della disciplina dei prospetti informativi per l'offerta al pubblico di talune tipologie di strumenti finanziari (e, quindi, non riguardanti i contratti derivati). Nel marzo 2009, poi, la Consob ha pubblicato una comunicazione sui *prodotti illiquidi* (inclusi, quindi, anche i contratti derivati) nella quale si legge che « è utile » che l'intermediario finanziario fornisca ai clienti al dettaglio anche le « risultanze di analisi di scenario » (21).

E dubbio, quindi, se per "analisi di scenario" debbano intendersi gli "scenari probabilistici" appena menzionati. In ogni caso, la comunicazione formulava mere *raccomandazioni*, non vincolanti per gli intermediari. Si noti poi che, qualche mese dopo la comunicazione sui prodotti illiquidi, il CERS ha ritenuto gli "scenari probabilistici" poco idonei a fornire una rappresentazione dei rischi e dei rendimenti da inserire

dovendosi poi attrarre nell'ambito dei relativi parametri di determinazione anche l'up to front erogato e l'utile per la banca". Orbene, come questo *MiM* — che la stessa Cassazione dichiara essere un "valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata" e, dunque, un elemento solo eventuale e non necessario del contratto — possa coincidere con l'oggetto del contratto ai sensi degli artt. 1346 e 1418 c.c. si stenta a comprenderlo.

(20) Così la sentenza, § 6.2.

(21) Comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104.

nella documentazione di offerta dei fondi comuni di investimento armonizzati, preferendo gli scenari di "performance" elaborati secondo il metodo noto come "what if".

Alla luce del quadro appena tracciato è difficile vedere come gli "scenari probabilistici" possano essere considerati elementi essenziali di un IRS, anche per l'operatività a venire. Pure per questo verso, dunque, la sentenza delle Sezioni Unite ingenera il dubbio di una illegittima retroattività (che si mostrerebbe in contrasto con il diritto europeo, su cui v. *infra* § 8).

Inoltre, secondo la Cassazione, il riferimento agli scenari probabilistici deriva dal fatto che la misura dell'alea (22) deve essere « calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi ». Ma è noto che gli scenari probabilistici non sono né « scientificamente riconosciuti » né « oggettivamente condivisi » (23).

Quindi, non solo gli scenari probabilistici non erano richiesti all'atto della conclusione dei contratti del comune di Catolica ma non erano neanche utili a fornire le informazioni che la sentenza richiede a pena di nullità dei contratti.

7. Esaurito questo lungo (in realtà non necessario) *excursus*, le Sezioni Unite offrono risposta affermativa alla prima questione oggetto dell'ordinanza di rimessione, statuendo che l'*upfront* è da considerarsi un indebitamento, ai fini della normativa di contabilità pubblica e dell'art. 119 Cost., anche per il periodo antecedente 2008 (anno in cui è stato *ex lege* modificato il concetto di indebitamento per gli enti pubblici per ricomprendervi anche i premi pagati in relazione ai contratti derivati) (24).

(22) Cf. per riferimenti, CAVALLO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 28 ss.; PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 334, ss.; GRANO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 281 ss.; COSSI, SAVIA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazione del giurista nel mercato finanziario*, in questa Rivista, 2010, 1, 401 ss.

(23) Per fugare qualunque dubbio circa l'attitudine degli scenari probabilistici a fornire la misura dell'alea basta fare riferimento al Quaderno di Finanza della Consob dell'agosto 2013, nel quale si afferma che "le distribuzioni di probabilità impiegate nel procedimento di stima dei possibili *pay-off* futuri del derivato non rappresentano le "reali" probabilità di accadimento di eventi futuri e pertanto forniscono informazioni potenzialmente fuorvianti circa la probabilità che "ad una data futura" il valore di uno strumento finanziario derivato sia superiore o inferiore a determinate soglie. Ciò deriva dal fatto che tali distribuzioni di probabilità sono *risk-neutral*, ovvero sono ottenute assumendo l'ipotesi di neutralità al rischio degli investitori; tale ipotesi è accettabile solo per finalità di pricing del derivato alla data di stipula del contratto". [...] "affinché gli "scenari probabilistici" possano fornire la probabilità "reale" di accadimento di un evento futuro e indicazioni circa la probabilità che un investitore ha di conseguire profitti o perdite su uno strumento finanziario derivato dovrebbero tenere conto del premio per il rischio. Senza tale correzione, l'impiego di tali "scenari" quale strumento informativo a tutela dell'investitore retail potrebbe quindi fornire indicazioni di difficile interpretazione, in quanto più che rappresentare vere previsioni indicano esclusivamente la distribuzione degli scenari di prezzo futuri che sono compatibili (« matematicamente coerenti ») con i prezzi e la volatilità del sottostante che si osservano al tempo corrente. Al fine di ottenere una misura di probabilità « corretta » occorrebbe integrare la procedura di stima che è stata descritta in questo lavoro con una misura di avversione al rischio degli investitori (cioè una misura di « premio al rischio »); tuttavia, l'utilizzo di probabilità *real world*, cioè corrette per il premio al rischio, impone un affinamento metodologico volto a consentire l'impiego nella regolamentazione sulla trasparenza dei prodotti finanziari. Un'ipotesi di premio al rischio che variasse a seconda del singolo investitore e della sua particolare funzione di utilità presenterebbe tuttavia caratteri di più o meno accentuata soggettività". Nel medesimo senso, la Cassazione n. 9644/2016 riferiva come taluni calcoli in merito al valore dei derivati richiedono "l'impiego di modelli matematici-finanziari di attualizzazione, in una con l'adozione di scelte metodologiche che scontano un inevitabile tasso di opinabilità tecnica".

(24) CAVALLO, *Swap, autonomia privata ed interesse pubblico*, in CARABELLA (a cura di), *Manuale regionale di diritto costituzionale europeo*, Roma, 202, 406 s.; per ulteriori riferimenti, CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari?*, Milano, 2011, 184 ss.

Come si è osservato, tuttavia, siffatta conclusione è raggiunta dalla Suprema Corte senza offrire motivazioni e senza chiarire le ragioni per le quali si ritiene di disattendere il contrario orientamento che era stato espresso dalla giurisprudenza, in particolare del Consiglio di Stato.

Con affermazione non compiutamente motivata, la Cassazione evidenzia poi che « se il denaro ottenuto con l'*upfront* è da considerare indebitamento, lo stesso non può darsi degli IRS conclusi dagli enti pubblici, i quali, eventualmente, possono presupporre un indebitamento ». L'operazione di *swap* va infatti 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 (§ 10.1.3).

La mancanza di motivazione non solo circa la scelta di considerare i pagamenti di *upfront* precedenti al 2008 alla stregua di un indebitamento, ma anche in relazione alle ragioni per le quali si è ritenuto di allontanarsi dal contrario avviso del Consiglio di Stato, potrebbe portare a un'ulteriore rimessione alle Sezioni Unite.

In realtà la sentenza n. 8770/2020 innova poco rispetto all'orientamento più recente in termini di qualificazione dell'*upfront* come finanziamento (25).

Tuttavia essa non chiarisce il motivo per il quale questo orientamento sia da preferire a quello secondo cui « la previsione di una clausola *up-front*... non sembra prefigurare una forma di indebitamento puro e semplice, ma appare inserita in una operazione finanziaria ben più complessa, avente finalità precise, espressamente autorizzate dalla legge » (Corte dei Conti Sez. Reg. Sicilia 7 agosto 2006, n. 2376, che sul punto aveva anche precisato « ... al Comune viene restituita una somma anticipatagli inclusa nell'importo complessivo che ... verrà a ricevere durante la durata del contratto a titolo di risparmio sugli interessi che sarebbero dovuti sul debito originario; si tratta all'evidenza non già di un nuovo e diverso indebitamento, ma della percezione anticipata di un importo che competerà comunque all'ente »), che è esattamente la ragione per la quale la questione era stata rimessa alle Sezioni Unite.

Sulla scorta di queste considerazioni, la Suprema Corte conclude nel senso che il potere di autorizzare la conclusione dei derivati spetta — a pena di nullità — al consiglio comunale, nel caso in cui i derivati prevedano la corresponsione di un *upfront*, o (anche in mancanza dell'*upfront*) nel caso di estinzione dei precedenti rapporti di mutuo sostituiti, o ancora in caso di loro ristrutturazione (§ 10.6).

8. Appare, in ogni caso, opportuno verificare la compatibilità della decisione delle Sezioni Unite con il contesto europeo, tenuto conto che, come è stato correttamente evidenziato, « i contratti derivati sono strumenti finanziari riconosciuti dal diritto europeo, non giochi o scommesse eccezionalmente tollerati dall'ordinamento italiano in base a proprie regole civilistiche » (26).

In effetti, occorre partire dal rilievo che gli elementi che le Sezioni Unite hanno dichiarato come necessari ai fini della « misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale » (§ 9.8) e, pertanto, della validità del contratto — segnatamente il criterio del

(25) V. *ex multis* Corte dei Conti Sez. Reg. Controllo Molise, 21 aprile 2008, n. 87; Corte dei Conti Sez. Reg. Controllo Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596 e 30 aprile 2008, n. 60; Corte dei Conti Sez. Reg. Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259.

(26) RISTUCCA, PETRONI (nt 17). Sulla compatibilità della sentenza delle Sezioni Unite nel diritto europeo v. anche LEMBO, *Il recente orientamento giurisprudenziale in tema di contratti derivati anche in relazione alla disciplina comunitaria. Focus su scenari di performance e mark to market*, in *Dir. comm. int.*, 2021, 1, 163 ss.; si segnala, nello stesso senso, anche EMANUELE, ARGENTI, *Sui derivati Cassazione e Europa parlano due lingue diverse*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 novembre 2020, p. 23, al quale ha replicato, in senso contrario, SCARONE ALBERANDI, *Nessun contratto tra Cassazione e normativa UE*, ne *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 2020, 28.

MiM, gli scenari probabilistici e i costi impliciti — a ben vedere non erano stati sviluppati da nessuna norma, né europea né interna, alla data di sottoscrizione dei contratti derivati da parte del comune di Catolica (contratti che erano sottoscritti, come risulta dalla sentenza in commento, il 15 maggio 2003, il 1 dicembre 2003 e il 22 ottobre 2004).

Stando così le cose, è lecito chiedersi come sia possibile che requisiti informativi — quali sono gli obblighi di comunicazione del criterio del *MiM*, degli scenari probabilistici e dei c.d. costi impliciti — possano assurgere a elementi essenziali ai fini della « misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale », provocando un'ipotesi di nullità c.d. sopravvenuta di contratti sottoscritti in un'epoca in cui tali requisiti non erano stati disciplinati da alcuna disposizione e, di conseguenza, non potevano ragionevolmente essere previsti dall'intermediario in una clausola contrattuale (27).

In secondo luogo, va verificato se, in ossequio alla regola del c.d. *gold plating*, questi requisiti — gli obblighi di comunicazione del criterio del *MiM*, degli scenari probabilistici e dei c.d. costi impliciti — possano essere intesi nello Stato italiano in maniera diversa (e più rigorosa) da come sono stati disciplinati a livello europeo.

Infine, ci si deve domandare se la normativa, così come interpretata nell'ordinamento interno, costituisca una deroga ai principi della certezza del diritto e della irretroattività della legge prevista a livello europeo e se, ove si ritenesse di potervi derogare, non debba comunque essere tutelato l'affidamento incolpevole che le parti e,

(27) Cfr. le interessanti riflessioni di G. MARCNETTI, *La nullità dinamica dei contratti di durata*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 1258 ss., che si interroga su cosa accada qualora, in un momento successivo alla conclusione di un contratto, venga meno un suo requisito essenziale o, ancora, qualora venga introdotta una nuova norma imperativa che provoca la difformità successiva del contratto rispetto allo schema legale. A tal riguardo, l'Aurice evidenzia che il caso più noto, sui cui si sono concentrate le riflessioni della dottrina e della giurisprudenza, è quello delle « sopravvenienze normative, ossia dell'entrata in vigore dopo la conclusione del contratto di una disciplina normativa che restringe l'autonomia contrattuale rispetto al momento genetico del rapporto ». L'A. si chiede se « il contratto che, in corso di esecuzione, si ponga in contrasto con una norma imperativa sopravvenuta può ritenersi affetto da una qualche forma di nullità, peculiare appunto perché successiva e, in caso di risposta affermativa, qual è il regime giuridico di questa? ».

Il problema della successiva difformità del contratto dallo schema legale determinata dal verificarsi di circostanze sopravvenute rileva, dunque, per i contratti c.c.d. di durata e perciò anche per i contratti derivati. Al contrario il tema non si pone con riferimento ai contratti che abbiano esaurito i loro effetti.

La giurisprudenza ha avuto modo di occuparsi delle sopravvenienze normative in più occasioni, essendo stata chiamata a decidere le sorti di contratti stipulati anteriormente all'introduzione di una nuova norma limitativa dell'autonomia contrattuale. Come evidenziato da G. MARCNETTI, *op. ult. cit.*, p. 1277, le decisioni della giurisprudenza oscillano tra nullità e inefficacia a causa della difformità successiva del contratto rispetto a norme imperative sopravvenute. In particolare, proprio con riferimento alla sorte di un contratto di *swap* stipulato da un soggetto diverso dalle Sim prima dell'entrata in vigore della l. 2 gennaio 1991, n. 1 — recante la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari — la Cassazione (Cass., 5 aprile 2001, n. 5052, in *Fofo it.*, 2001, I, c. 2285), dopo aver chiarito che sono coperti da nullità i contratti conclusi da soggetti diversi dalle Sim dopo l'introduzione di detta legge, ha ritenuto, che la normativa sopravvenuta non incidesse sulla validità dei contratti anteriori, privandoli soltanto della capacità di produrre effetti ulteriori, con la conseguenza che non potevano essere pretesi i crediti sorti successivamente alla entrata in vigore della citata legge. Pertanto, deve darsi atto che la difformità successiva del contratto rispetto a norme imperative sopravvenute non necessariamente determina l'invalidità del contratto anteriormente sottoscritto, avendo la stessa Suprema Corte, in passato, deciso di risolvere il quesito optando per la sanzione — certamente meno grave — dell'inefficacia sopravvenuta dell'accordo. Si tratta di una soluzione che ha, peraltro, il pregio di tutelare il legittimo affidamento delle parti contraenti sulla stabilità del quadro normativo vigente al momento della sottoscrizione del contratto.

in particolare, l'intermediario, avevano riposto nella validità di un contratto che, all'epoca in cui era stato sottoscritto, era giuridicamente perfetto.

Va detto che la Suprema Corte non sembra aver affrontato nessuno di questi interrogativi (o meglio, non ne ha dato conto nella motivazione). Eppure si tratta di quesiti decisivi ai fini della soluzione delle questioni che le erano state sottoposte.

Pertanto, premesso che, per le ragioni che abbiamo evidenziato, suscita obiettive perplessità la tesi secondo cui il criterio del *MiM*, gli scenari probabilistici, i c.d. costi impliciti determinino l'oggetto contrattuale, la soluzione adottata dalle Sezioni Unite sembrerebbe introdurre nell'ordinamento interno « nuovi » requisiti informativi, a pena di nullità dei contratti derivati, prevedendone anche l'applicazione in via retroattiva, così determinando problemi di coordinamento con norme e principi di diritto europeo, prevalenti negli ordinamenti degli Stati membri e dunque vincolanti per lo Stato italiano.

In via preliminare va evidenziato che il *MiM*, gli scenari probabilistici e i costi impliciti sono elementi che sono stati disciplinati a livello comunitario e, di qui, recepiti nell'ordinamento interno, dopo la sottoscrizione dei contratti del comune di Catolica, risalente, come rilevato, al 2003 e 2004.

Partendo dal *MiM*, la prima previsione in Italia dell'obbligo di comunicazione si rinviene soltanto nella già citata Comunicazione Consob 2 marzo 2009 n. 9019104, sulla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi (28). La siffatta Comunicazione è stata emanata dalla Consob a seguito del recepimento in Italia della Direttiva n. 2004/39/CE (MiFID I), avvenuto ad opera del dlgs. 17 settembre 2007, n. 164, anch'esso entrato in vigore in data successiva ai contratti sottoscritti dal Comune di Catolica (29).

(28) La Comunicazione Consob 2 marzo 2009 n. 9019104 sulla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi, prevedeva, al fine del rispetto dell'art. 56 del regolamento Consob 16190/2007 all'epoca vigente, l'obbligo per gli intermediari di indicare specificamente, con frequenza possibilmente infra-annuale, per gli strumenti finanziari derivati: i) il *fair value/mark to market* del derivato; e b) il presumibile valore di smobilizzo, pari al *bid price* (ovvero, in alternativa, informazioni in merito alle modalità di determinazione di tale valore di smobilizzo). Si noti, peraltro, che la Comunicazione raccomandava agli intermediari di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente, distinguendo *fair value* e costi — anche a manifestazione differita — che gravano, *implicitamente* o esplicitamente, sul cliente. Dal che deriva che quei costi fossero da considerarsi a tutti gli effetti leciti pur se impliciti.

(29) La MiFID I, peraltro, non prevedeva alcun obbligo per l'intermediario di comunicare il *MiM* ma soltanto, in linea generale, conteneva le « norme di comportamento da rispettare al momento della prestazione di servizi di investimento ». Dunque, la Comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104 ha, per la prima volta, raccomandando l'obbligo per gli intermediari di indicare specificamente per gli strumenti finanziari derivati: a) il *fair value/mark to market* del derivato; e b) il presumibile valore di smobilizzo, pari al *bid price* (ovvero, in alternativa, informazioni in merito alle modalità di determinazione di tale valore di smobilizzo). Si noti, peraltro, che la Comunicazione raccomandava agli intermediari di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente, distinguendo *fair value* e costi — anche a manifestazione differita — che gravano, *implicitamente* o esplicitamente, sul cliente. Dal che deriva che quei costi fossero da considerarsi a tutti gli effetti leciti pur se impliciti.

Per completezza va ricordato che la nozione di *MiM* trova anche eco in due norme: (i) l'art. 203, comma 2°, t.u.f., che prevede che « per l'applicazione dell'art. 76 della legge fallimentare » (che regola lo scioglimento del contratto di borsa in caso di fallimento) lo descrive come « costo di sostituzione » degli strumenti finanziari derivati; (ii) l'art. 2427-bis, comma 1°, n. 1, c.c., in base al quale, nella nota integrativa del bilancio, deve essere indicato per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati il *fair value*, ossia il relativo prezzo di scambio in una transazione tra terzi indipendenti. Tuttavia, nessuna delle due norme contiene una esplicita nozione di *MiM* né un obbligo di comunicazione a carico dell'intermediario.

L'obbligo di comunicazione del *MtM* da parte dell'intermediario ha trovato riconoscimento giuridico soltanto nella Direttiva 2014/65/UE, del Parlamento e del Consiglio del 15 maggio 2014 (MiFID II), recepita in Italia con il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129. Stando così le cose, è indiscutibile che la previsione dell'obbligo di comunicazione del *MtM* sia successiva alla stipulazione dei contratti che erano oggetto di contenzioso.

Per le Sezioni Unite la determinazione dell'oggetto di un derivato *swap* richiede — a pena di nullità, non solo la *contrattualizzazione* dell'accordo sul calcolo del *MtM*, ma anche l'indicazione dei c.d. "*scenari probabilistici*" che andrebbero individuati per mezzo di "*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*".

Tuttavia, così come per il *MtM*, gli scenari probabilistici hanno fatto la loro comparsa nella regolamentazione della Consob soltanto nel 2009. In particolare, con la delibera Consob del 19 marzo 2009, n. 16840, gli scenari probabilistici — all'epoca denominati anche "*scenari di rendimenti dell'investimento finanziario*" — furono inseriti nel contenuto necessario dei prospetti informativi di OICR e polizze *linked* (30).

A livello europeo, la Direttiva 2010/73/UE del 24 novembre 2010 (c.d. Direttiva Prospetti (31)) e il Regolamento UE n. 583/2010 della Commissione (relativo alle informazioni chiave per gli investitori) gli scenari probabilistici, così come immaginati dalle Sezioni Unite, non sono affatto previsti. La normativa prevede invece — e limitatamente ai soli fondi strutturati — i c.d. "*scenari di performance*", che consentono di « illustrare efficacemente l'intera gamma di risultati che la formula applicata potrebbe produrre », dovendo essere « scelti in maniera da mostrare le circostanze nelle quali la formula può dare all'investitore un rendimento basso, medio o alto, o, se del caso, negativo » e dovendosi precisare nel prospetto che « si tratta di esempi riportati per illustrare la formula, che non rappresentano una previsione di ciò che potrebbe accadere » (32).

Soltanto a seguito dell'emanazione del Regolamento UE n. 1286/2014 del 26.11.2014 — relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. *Packaged retail and insurance-based investment products* — *PRIPs*) — sono stati estesi ai contratti derivati gli "*scenari di performance*" da inserire nel *Key Information Document* (KID) da consegnare ai risparmiatori. In particolare, l'art. 8, paragrafo 3, lett. d), punto iii) del Regolamento ha introdotto tra i contenuti obbligatori del KID non meglio precisati "*scenari di performance adeguati e le ipotesi formulate per realizzarli*".

Qualche anno dopo, il Regolamento Delegato (UE) 2017/653 dell'8 marzo 2017 ha stabilito che il KID di ciascuno strumento finanziario rientrante nel Regolamento deve necessariamente contenere « quattro scenari di performance appropriati, come indicato nell'allegato V. I quattro scenari di performance rappresentano uno scenario di stress, uno scenario sfavorevole, uno scenario moderato e uno scenario favorevole ». In particolare, nel medesimo Regolamento Delegato si chiede di specificare al cliente nel KID, che « gli scenari presentati sono una stima della performance futura sulla base di prove relative alle variazioni passate del valore di questo investimento ».

Infine, con riferimento alla disciplina delle informazioni in merito ai risultati futuri, l'art. 44, 6 comma, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 del 25.4.2016 ha

(30) V. Schemi 1, 5 e 6 di cui all'Allegato 1B al Regolamento Emittenti, sul punto v. RISTUCCA, PETRONI (nt. 17), § 7.

(31) Direttiva entrata in vigore il 31 dicembre 2010 e recante modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

(32) Così art. 36 Regolamento, par. 3 e 6.

stabilito che « quando le informazioni contengono informazioni su risultati futuri, le imprese di investimento assicurano che [...] e) le informazioni contengono un avviso evidente che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri » (33).

Alla luce di questa rapida analisi della disciplina eurounitaria, sembra potersi concludere che gli "*scenari di performance*" disciplinati a livello europeo — che contengono "*una stima della performance futura*" in base "*alle variazioni passate*" e che, soprattutto, "*non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri*" — si mostrano molto diversi dagli "*scenari probabilistici*" immaginati dalla Sezione Unite, individuati per mezzo di "*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*" attraverso cui calcolare la misura dell'alea e, dunque, l'oggetto contrattuale.

Da ultimo, ai fini della determinazione dell'oggetto di un derivato *swap* la sentenza n. 8770/2020 ha richiesto, a pena di nullità, anche l'indicazione dei c.d. costi impliciti. Sennonché, è d'immediata intuizione come l'esservi o non esservi dei costi impliciti appare un tema di corretta informazione dell'investitore e di trasparenza e nulla ha a che vedere con la causa o con l'oggetto del contratto di *swap*.

A tal riguardo, come è noto, anche la disciplina sulla trasparenza sui costi si è evoluta a livello europeo.

In particolare, la direttiva MiFID I ha previsto che venissero fornite al cliente in forma comprensibile informazioni appropriate su costi ed oneri connessi dei servizi forniti nonché degli strumenti finanziari e delle strategie di investimento proposte (art. 19, paragrafo 3, Dir. 2004/39). Successivamente, la MiFID II, recepita in Italia con il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ha previsto che gli intermediari forniscano agli investitori informazioni su tutti i costi ed oneri connessi ai servizi prestati ed agli strumenti finanziari, per consentire al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento.

Se ne ricava che, soltanto a partire dal 2007, anno di recepimento in Italia della MiFID I, l'obbligo di comunicazione dei c.d. costi impliciti da parte dell'intermediario è coerente con le direttive (34).

Tenuto conto che la maggior parte delle operazioni in derivati sono state realizzate dagli enti locali nella vigenza della L. n. 448 del 2001 e prima del recepimento in Italia della predetta normativa europea, appare evidente che l'orientamento espresso dalle Sezioni Unite finisce per determinare una ipotesi di nullità c.d. sopravvenuta di contratti sottoscritti in un'epoca in cui i suddetti requisiti di "*misurabilità/determinazione*" dell'oggetto del contratto non erano stati disciplinati e, di conseguenza, non potevano ragionevolmente essere previsti dall'intermediario nel contratto.

In secondo luogo, deve ricordarsi che, in ossequio alla richiamata regola sul *gold plating* — di cui alla direttiva 2006/73/CE (35), recepita nel nostro ordinamento all'art.

(33) Ciò che è dovuto all'investitore è solo una spiegazione chiara e comprensibile di cosa succede se si verifica un determinato evento, mentre non è dovuta una informazione sulle probabilità che quel determinato evento si verifichi.

(34) In tal senso, RISTUCCA, PETRONI (nt. 17), che evidenziano l'illogicità della soluzione adottata alle Sezioni Unite che sancisce la nullità dei contratti derivati che non contengono la misura dei costi, pur se impliciti, sebbene l'ammontare dei suddetti costi si ponga mediamente in un range attorno all'1% del nominale dell'intera operazione e a un paio di punti percentuali rispetto al monte complessivo dei differenziali scambiati nel corso degli anni. Orbene, la mancata specificazione di questo costo implicito (quantificato, come detto, nell'1-2% dell'operazione) travolgerebbe secondo le SS.UU. l'intero contratto di *swap*.

(35) V. Direttiva 2006/73/CE, *sub* considerando (7) « Per assicurare l'applicazione uniforme delle varie disposizioni della direttiva 2004/39/CE, è necessario stabilire una serie di requisiti armonizzati in materia di organizzazione e di esercizio dell'attività delle imprese di investimento. Di conseguenza gli Stati membri e le autorità competenti non devono aggiungere regole vincolanti

6, comma 2°, del TUF — il *MiM*, gli scenari probabilistici e i c.d. costi impliciti non potrebbero essere intesi nello Stato italiano in maniera diversa da come sono stati disciplinati a livello comunitario.

È fatto divieto agli Stati, come noto, di introdurre norme di maggior rigore rispetto a quelle delle direttive salvo che « nei casi eccezionali in cui tali obblighi sono obiettivamente giustificati e proporzionati, tenuto conto della necessità di fare fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura del mercato italiano ».

Dunque, lo Stato italiano è *ex lege* obbligato a non introdurre — anche attraverso l'attività di interpretazione delle norme affidata alla giurisprudenza di merito e di legittimità — norme di maggior rigore di quelle previste dalle direttive europee.

Applicando i principi espressi dalle Sezioni Unite ai contratti derivati italiani si finisce per prevedere un regime interno decisamente più rigoroso di quello europeo, tenuto conto, tra l'altro, che il legislatore europeo non prevede affatto che la eventuale mancata comunicazione dei suddetti indicatori costituisca causa di nullità del contratto di IRS.

9. Una breve considerazione finale è doverosa sull'applicazione retroattiva della *regola iuris* espressa dalle Sezioni Unite, che risulta applicabile « anche per il periodo di vigenza dell'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002 e, quindi, fino al 2008 » (§ 8), anno in cui il legislatore ha inserito limiti più stringenti alla capacità degli enti di concludere derivati. Orbene, l'applicazione retroattiva di regole introdotte a livello comunitario dopo la stipulazione dei contratti sembra mostrarsi contraria al principio di certezza del diritto e di retroattività delle leggi riconosciuti non solo dall'ordinamento italiano ma anche dal diritto europeo.

I tre *leading cases* che hanno portato alla definizione dell'attuale orientamento giurisprudenziale della Corte di Giustizia in materia di irretrattività della legge europea sono le sentenze *Brock*, *Ira* e *Racke* (36).

La sentenza *Brock* ha fissato la regola generale dell'irretrattività delle leggi, affermando che « il principio della certezza del diritto osta, come norma generale, a che l'efficacia nel tempo di un atto comunitario decorra da una data anteriore alla sua pubblicazione » (37).

La sentenza *Ira* ha introdotto la possibilità di derogare alla regola generale, affermando il principio per cui il diritto comunitario non esclude del tutto la retroattività degli atti normativi (38).

Infine, la sentenza *Racke* ha limitato l'eccezione introdotta dalla sentenza *Ira* alla regola generale imponendo il rispetto di due condizioni: una disposizione di legge può

supplementari all'atto del recepimento e dell'applicazione delle disposizioni contenute nella presente direttiva, salvo qualora quest'ultima lo preveda espressamente»; *sub* considerando (8) « Tuttavia, in circostanze eccezionali, gli Stati membri devono avere la facoltà di imporre alle imprese di investimento requisiti aggiuntivi a quelli previsti nelle norme di esecuzione. Tale intervento deve essere però ristretto ai casi in cui vi siano rischi specifici per la tutela degli investitori o l'integrità del mercato, compresi quelli relativi alla stabilità del sistema finanziario, non adeguatamente affrontati dalla legislazione comunitaria, e deve essere strettamente proporzionato ».

(36) Tesaro, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2012, 150 ss.; v., inoltre, Bacci, L'evoluzione del principio del legittimo affidamento nel diritto dell'Unione Europea e degli Stati membri, in <http://www.masterdirittipiivaeeuropeo.it>.

(37) Sentenza della Corte di Giustizia, 14 aprile 1970, causa C-68/69, *Bundeskassenskraft c. Elisabeth Brock*.

(38) Sentenza della Corte di Giustizia, 7 gennaio 1976, causa C-7/76, *Ira v. Amministrazione delle finanze dello Stato*.

essere retroattiva soltanto se ciò è richiesto dallo scopo perseguito dalla norma ed a condizione che sia salvaguardato il legittimo affidamento degli interessati (39).

Al riguardo, il Tribunale dell'Unione Europea ha avuto modo di confermare che « le norme comunitarie di diritto sostanziale devono essere interpretate, per garantire l'osservanza dei principi di certezza del diritto e di tutela del legittimo affidamento, nel senso che non riguardano situazioni consolidate anteriormente alla loro entrata in vigore » (40). Vi sono dunque pochi dubbi che il diritto dell'Unione Europea non possa trovare applicazione a rapporti giuridici definiti anteriormente alla sua entrata in vigore.

Preso atto che la normativa europea applicabile in materia di *mark to market*, costi impliciti e scenari probabilistici non prevede una applicazione retroattiva, appare necessario chiedersi se non debba essere in ogni caso tutelato il legittimo affidamento degli intermediari i quali, tenuto essere conto delle disposizioni che erano in vigore al momento della sottoscrizione dei contratti derivati, non avrebbero potuto ragionevolmente immaginare di vedersi opporre diversi anni dopo la mancata comunicazione di indicatori (criterio del *MiM*, scenari probabilistici e costi impliciti) in quel momento nemmeno legislativamente concepiti.

Nel prevedere la nullità integrale di contratti IRS sottoscritti dal Comune di Catolice nel 2003-2004, per non aver l'intermediario comunicato all'ente parametri che sono stati disciplinati a livello europeo molti anni dopo e in maniera completamente diversa, la normativa nazionale pare porsi in conflitto con l'obiettivo di apertura alla concorrenza e della libera prestazione di servizi nello spazio economico europeo e confliggere con il disposto degli artt. 49 e 56 TFEU.

È chiaro, infatti, che il rigoroso orientamento delle Sezioni Unite rischia di diventare un ostacolo e un disincentivo ai servizi di investimento da parte delle imprese straniere in Italia. La nullità dei contratti IRS pare sanzione davvero troppo grave e in contrasto con i principi europei, la quale finisce addirittura per porre l'investitore in una situazione di vantaggio. Inoltre, il legittimo affidamento delle parti contraenti dovrebbe

(39) Sentenza della Corte di Giustizia, 25 gennaio 1979, causa C-98/78, *Racke v. Hauptzollamt Mainz*.

(40) TPUE, V sez., 3 maggio 2007, causa T-357/02, *Freistadt Sachsen*, secondo cui « per costante giurisprudenza, sebbene le norme di procedura siano generalmente considerate applicabili anche alle situazioni giuridiche sorte anteriormente alla loro entrata in vigore (sentenza della Corte 12 novembre 1981, cause riunite da 212/80 a 217/80, *Salumi e a.*, Racc. pag. 2735, punto 9 e sentenza del Tribunale 28 gennaio 2004, cause riunite T-142/01 e T-283/01, *OPTUC/Commissione*, Racc. pag. II-329, punto 60), lo stesso non può dirsi per le norme sostanziali. Per una giurisprudenza altrettanto costante, infatti, le norme comunitarie di diritto sostanziale devono essere interpretate, per garantire l'osservanza dei principi di certezza del diritto e di tutela del legittimo affidamento, nel senso che non riguardano situazioni consolidate anteriormente alla loro entrata in vigore, salvo che emerga chiaramente dalla loro formulazione, dalle loro finalità o dal loro impianto sistematico che si deve ad esse attribuire tale effetto (sentenze della Corte *Salumi e a.*, citata, punto 9, 10 febbraio 1982, causa 21/81, *Bout*, Racc. pag. 381, punto 13; 15 luglio 1993, causa C-34/92, *Gruba Fleisch*, Racc. pag. I-4147, punto 22, e 24 settembre 2002, cause riunite C-74/00 P e C-75/00 P, *Falk e Acciaierie di Bolzano/Commissione*, Racc. pag. I-7869, punto 119, sentenza del Tribunale 19 febbraio 1998, causa T-42/96, *Eyckeler & Malt/Commissione*, Racc. pag. II-401, punto 55, e 28 gennaio 2004, causa T-180/01, *Euroagri/Commissione*, Racc. pag. II-369, punto 36). In questa ottica, la Corte ha sottolineato che, benché, in linea di massima, il principio della certezza del diritto osti a che l'efficacia nel tempo di un atto comunitario decorra da una data anteriore alla sua pubblicazione, una deroga è possibile, in via eccezionale, qualora lo scopo da raggiungere lo esiga e purché il legittimo affidamento degli interessati sia debitamente rispettato (sentenza della Corte 25 gennaio 1979, causa 98/78, *Racke*, Racc. pag. 69, punto 20, e *Salumi e a.*, punto 94 sopra, punto 10) ».

costituire un limite alla possibilità di derogare alla regola generale dell'irretroattività della legge.

In questo contesto, ove si ritenga che l'interpretazione fornita dalle Sezioni Unite nella sentenza n. 8770/2020 della normativa nazionale non sia conforme con il diritto dell'Unione, non solo perché pone lo Stato italiano in una posizione isolata in *subiecta materia*, ma anche perché determina l'applicazione con effetto retroattivo del diritto unionale a contratti di *swap* conclusi in Italia prima della data di applicazione (o comunque della data di entrata in vigore) della normativa comunitaria, il giudice italiano potrebbe valutare l'opportunità di disporre il rinvio pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 del TFUE alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. E ciò affinché la Corte, adita in via pregiudiziale, possa fornire tutti gli elementi di interpretazione necessari per la valutazione, da parte del Giudice italiano, della conformità della normativa interna con cui lo Stato italiano ha provveduto all'attuazione delle disposizioni del diritto dell'Unione Europea (41).

10. Da ultimo, val la pena esaminare l'impatto che la decisione delle Sezioni Unite ha avuto nella giurisprudenza più recente in materia di contratti derivati e, dunque, in che modo detta pronuncia è stata recepita dai giudici di merito.

Sul punto, è interessante rilevare che la sentenza, nonostante l'autorevolezza del Supremo Consenso, sembra aver suscitato più di una perplessità nella giurisprudenza di merito, così come avvenuto nella dottrina.

Infatti, mentre alcuni Tribunali sembrano aver aderito, anche senza farlo esplicitamente, all'orientamento delle Sezioni Unite dichiarando la nullità dei contratti derivati (42), altri hanno preso formalmente le distanze da detta decisione mostrando di non condividere i principi di diritto ivi pronunciati ovvero circoscrivendone la portata applicativa ai soli contratti sottoscritti da enti locali.

In particolare, il Trib. Parma, 8 febbraio 2021, n. 293, ha dichiarato che alcune considerazioni espresse dalle Sezioni Unite sono state frettolosamente considerate alla stregua di un *obiter dictum* di valenza generale. In realtà, secondo il giudice emiliano, quella pronuncia attiene «*esclusivamente alle specifiche esigenze di protezione degli enti locali*», esigenze queste che non si ravvisano nel caso di contratti derivati sottoscritti da controparti private, che sono da ritenersi validi a tutti gli effetti pur in mancanza della comunicazione di informazioni relative al *mark to market* (43).

Ancor più di recente, il Trib. Milano, VI sez., 18 maggio 2021, n. 4193, con una lunga e articolata sentenza, ha ribadito, esprimendosi in senso contrario all'orientamento delle Sezioni Unite, che il *mark to market* non costituisce l'oggetto del contratto. Il Tribunale di Milano, nel rigettare la domanda di nullità del contratto per indeterminata o indeterminabilità dell'oggetto derivante dalla mancanza dell'indicazione dei criteri per calcolare il *mark to market* ovvero del metodo di stima del medesimo, ha rilevato che l'oggetto del contratto derivato è lo scambio di differenziali calcolati su un certo importo, detto nozionale, ad una determinata scadenza. L'elemento essenziale del contratto derivato è costituito, dunque, da un accordo in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro (il nozionale di riferimento), per un periodo di tempo predefinito pari alla durata del

contratto, e cioè fino alla scadenza dello stesso. Viceversa, il *mark to market* costituisce un elemento diverso in quanto rappresenta il valore di sostituzione del derivato in un dato momento. Tale valore non fa parte, quindi, dell'oggetto del contratto e la mancata indicazione del criterio di calcolo del *mark to market* non comporta la nullità del negozio (44).

Così come il Tribunale di Milano, anche altri giudici hanno ribadito che l'informativa in ordine al *mark-to-market* è irrilevante ai fini dell'integrazione del requisito della causa o dell'oggetto del contratto, ponendosi dunque in contrasto con i principi espressi dalle Sezioni Unite; altri Tribunali si sono in ogni caso discostati dalla ricostruzione della fattispecie «*interest rate swap*» nei termini tracciati nella parte introduttiva della richiamata decisione, a Sezioni Unite (45).

Nello stesso senso si segnala anche la Corte di Appello milanese, che, prendendo posizione sull'arresto delle Sezioni Unite di cui abbiamo ora detto, ha ribadito che «il fatto che nel contratto non sia evidenziato il criterio per la determinazione del valore del *mark to market* (che come detto è un valore del tutto teorico) e in particolare non siano indicate le curve forward è irrilevante» (46).

Da ultimo, merita di essere menzionata — tenuto conto della competenza specialistica dell'organo giudicante e dell'autorevolezza del collegio — la decisione dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF, decisione del 16 giugno 2020, n. 2678), anch'essa successiva alla pronuncia delle Sezioni Unite, vertente sull'asserita nullità di un IRS sottoscritto da una società di capitali, in quanto privo dell'indicazione del *mark to market*. Secondo l'ACF, il *mark to market* esprime solo il valore del contratto in un determinato momento storico, per cui la sua mancata indicazione non si riflette né sull'oggetto del contratto né si traduce in un vizio della causa dello stesso (47).

In particolare, nel testo della decisione, l'Arbitro si è esplicitamente discostato dai principi, in tema di IRS introdotti dalla sentenza delle Sezioni Unite, sottolineando che la stessa ha una portata strettamente circoscritta alla ricostruzione dei limiti posti all'esercizio dell'autonomia negoziale degli Enti locali e alla possibilità concessa a questi

(44) Trib. Milano, 18 maggio 2021. Il Tribunale milanese ha riconosciuto poi che il metodo di stima indicato dalle parti nella documentazione contrattuale per la quale detto valore è computato «secondo i criteri generalmente accettati nel mercato medesimo» è idoneo a costituire indicazione del metodo di calcolo del *mark to market* e ha condiviso le considerazioni svolte nella richiamata sentenza Trib. Milano, 14 ottobre 2020 in ordine alla irrilevanza delle previsioni dell'art. 2477-bis c.c. e dell'art. 203 d. lgs. n. 58/98 ai fini dell'obbligo di indicare il *mark to market* o il suo metodo di stima.

(45) Cfr., in particolare, Trib. Vicenza, 9 dicembre 2020, in *Banca dati Pluris Cedam*; Trib. Bologna, 19 dicembre 2020, secondo cui «anche ove, in ipotesi il contratto IRS non rechi la specificazione del *mark to market*, non v'è chi non veda che tale dato è di nessuna utilità perché fotograferebbe una situazione contingente alla data della stipula che non ha alcuna rilevanza perché certamente il contratto non si chiude alla data stessa della stipula»; Trib. Parma, 4 gennaio 2021, in *Banca dati Delure*, secondo cui «deve escludersi che ogni riferimento al MiOM possa determinare un qualche effetto negoziabile in termini di invalidità»; Trib. Bologna, 5 gennaio 2021; Trib. Verona, 11 gennaio 2021; Trib. Roma, 17 febbraio 2021, in *Banca dati Pluris Cedam*; Trib. Parma, 8 febbraio 2021; Trib. Verona, 8 febbraio 2021; Trib. Milano, 22 marzo 2021, in *Banca dati Delure*, secondo cui «il *mark to market* (MM) esprime, in un determinato momento, il valore del contratto in base alla previsione degli andamenti futuri dei flussi finanziari; corrisponde quindi al prezzo di mercato teorico che un terzo sarebbe disposto a sostenere per subentrare nel contratto. Esso viene in rilievo specie in caso di risoluzione anticipata dello swap, quale costo preteso dalla banca per tale estinzione. Non si tratta quindi di un costo necessariamente pagato dal cliente. Di conseguenza non può essere qualificato come essenziale, ai sensi degli artt. 1325 e 1418 c.c., un elemento che rileva solo eventualmente».

(41) FERRARO, LANNONE (a cura di), *Il rinvio pregiudiziale*, Torino, 2020, 6 ss.; TESAURO (nt. 36), 290 ss.

(42) Trib. Cosenza, 13 dicembre 2020; App. Ancona, 14 gennaio 2021; Trib. Parma, 15 gennaio 2021; Trib. Forlì, 27 gennaio 2021; Trib. Torino, 1° febbraio 2021; Trib. Roma, 8 febbraio 2021; App. Milano, 3 febbraio 2021; App. Torino, 11 marzo 2021; Trib. Genova, 25 marzo 2021, tutte segnalate da GRECO, *Derivati IRS: le novità giurisprudenziali di gennaio-marzo 2021*, in *www.allemover.com*.

(43) Trib. Parma, 8 febbraio 2021, in *www.iustletter.com*.

(46) App. Milano, 28 luglio 2020, in *www.iustletter.com*.

(47) Collegio ACF, 16 giugno 2020, n. 2678, in *www.diritto bancario.it*.

ultimi di concludere contratti aleatori (48). In altre parole, secondo l'ACF gli indicati principi di cui alla sentenza trovano applicazione solo in quell'ambito — e non anche ai contratti derivati sottoscritti da controparti private — in quanto la regola enunciata in merito alla necessità dell'indicazione del *mark to market* è funzionale a rendere consapevole dell'aleatorietà dello strumento l'ente locale dal momento che gravano su quest'ultimo limiti agli impegni di spesa.

Il rapido esame della giurisprudenza successiva alla pubblicazione della sentenza in commento dimostra che il *grand arrêt* delle Sezioni Unite, lungi dall'essere riuscito a offrire una soluzione condivisa alle diverse questioni aperte in materia di contratti derivati, pare essere destinato ad avviare una nuova stagione di contrasti giurisprudenziali.

RAFFAELE LENER

CARLO CIPRIANI

Dotore di ricerca
nell'Università di Roma Tre

Abstract

Le Sezioni Unite hanno da poco affrontato il tema della validità dei contratti derivati stipulati dagli enti locali, con una decisione che ha suscitato notevoli reazioni fra operatori e studiosi, proponendo soluzioni anche "violente", e forse neppure necessitate dal caso sottoposto al loro esame. Analizzando la sentenza emergono, invece, diversi profili di criticità, nonché potenziali distonie con la normativa comunitaria. Ciò in particolare quanto a causa del contratto, concetto di alea, scenari probabilistici, *mark to market*. Già un primo esame della giurisprudenza successiva alla pubblicazione della sentenza dimostra, peraltro, che questa decisione non è riuscita a offrire una soluzione condivisa alle diverse questioni aperte in materia di contratti derivati. Sembra si vada, dunque, verso una nuova stagione di contrasti giurisprudenziali.

The United Sections of the Supreme Court have recently addressed the issue of the validity of derivative contracts stipulated by local entities, with a decision that has aroused considerable reactions among operators and scholars, proposing solutions that are also "violent", and perhaps not even needed by the case submitted for their examination. Analyzing the sentence, indeed, various profiles of criticality emerge, as well as potential distortions with the Community legislation. This in particular with reference to the nature of the consideration, the concept of risk, probabilistic scenarios, mark to market. Moreover, an initial examination of the jurisprudence following the publication of the sentence already shows that this decision was unable to offer a shared solution to the various open questions regarding derivative contracts. It seems, therefore, that we are heading towards a new season of jurisprudential conflicts.

(48) Per una ricostruzione in chiave storica degli investimenti in derivati degli enti locali cfr. LENER, LUCANTONI (nt. 8), 399, testo e nota.

CORTE DI CASSAZIONE

25 febbraio 2021, n. 5259 (ord.)

Pres. ARMANO - Rel. OLIVERI

Assicurazione della responsabilità civile - Clausola *claims made* - Adeguatezza del contratto - Nullità parziale - Responsabilità precontrattuale.

(Codice civile, artt. 1322, 1325, 1337, 1338, 1418, comma 2°, 1419, comma 2°, 1440, 1917, comma 1°, 1932; codice delle assicurazioni private, artt. 119-ter, comma 2°, 183; legge 8 marzo 2017, n. 24, art. 11)

*La dichiarazione di nullità della clausola *claims made*, inserita in un contratto di assicurazione della responsabilità civile, non può comportare l'automatica sostituzione della relativa polizza con il modello loss occurrence di cui all'art. 1917, comma 1, c.c., trattandosi dello statuto negoziale che le parti hanno espressamente voluto emendare. Il giudice di merito deve invece integrare il contratto individuando, tra i differenti modelli di clausola *claims made* rinvenibili nell'ordinamento, quello maggiormente compatibile con gli interessi dei contraenti, così riadeguando le condizioni di polizza in funzione della causa concreta (1).*

(*Omissis*). — RAGIONI DELLA DECISIONE. — (*Omissis*) Con il quarto motivo la società ricorrente deduce il vizio di violazione e falsa applicazione dell'art. 1322, comma 1, c.c., artt. 1418, 1375, e 1362 c.c., in relazione all'art. 360, comma 1, n. 3, c.p.c., impugnando la statuizione della sentenza che ha dichiarato la nullità della "clausola *claims made*" prevista dall'art. 5 CGC della polizza assicurativa, per "difetto di causa" e "contrarietà a norme imperative". Sostiene la società ricorrente che il Giudice di merito ha richiamato in modo erroneo i principi enunciativi in materia dal Giudice di legittimità, omettendo di considerare che, escluso che debba procedersi ad un giudizio di meritevolezza da compiersi ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c., rispetto a modifiche dello schema assicurativo che non comportano alterazioni degli elementi fondamentali del "tipo" e della causa astratta, la verifica di tenuta delle modifiche apportate con le singole clausole negoziate deve allora essere condotta alla stregua della "causa concreta", ossia della adeguatezza dei mezzi apprestati dal contratto alla soddisfazione degli interessi perseguiti dai contraenti, nonché del rispetto dei limiti imposti dalla legge (art. 1322, comma 1, c.c.).

Con il quinto motivo la ricorrente censura la sentenza di appello nella parte in cui, espunta dalla polizza la clausola "claims made" ritenuta affetta da nullità, ha poi applicato al contratto assicurativo il principio della "loss occurrence" ex art. 1917 c.c.

Sostiene la ricorrente che la Corte territoriale, dopo aver dichiarato nulla la clausola "claims made" ex art. 1419 c.c., ha poi del tutto illegittimamente abdicato all'onere che le incombeva di rideterminare l'assetto negoziale, eliminando lo squilibrio tra le posizioni delle parti contraenti, ed ha immotivatamente ed illogicamente applicato al contratto assicurativo il regime della "loss occurrence" di cui all'art. 1917 c.c., comma 1, che le parti avevano invece, fino dall'origine, concordemente inteso escludere.