

## LA SCOMMESSA IRRAZIONALE DELL'ENTE LOCALE

Di Federico Pistelli

| 397

**SOMMARIO:** 1. Il caso - 1.1. Dal mercato europeo dei tassi (...) - 1.2. (...) al contratto di interest rate swap (...) - 1.3. (...) alla clausola up-front - 2. Le questioni - 2.1. Derivati, up-front e indebitamento. - 2.2. IRS e competenza consiliare. - 3. La decisione della Corte. - 3.1. La scommessa “autorizzata”. - 3.2. La scommessa “razionale”. - 3.2.1. Oggetto e scommessa. - 3.2.2. Causa e scommessa. - 3.4. Conclusioni in punto di rimedi. Lo swap dell’ente locale “senza numeri e aggettivi”. - 4. Critica. Il dialogo evolutivo della giurisprudenza. - 4.1. Pars destruens. IRS e scommessa. - 4.2. Pars construens. IRS e gestione del rischio

**ABSTRACT.** Lo scritto analizza la recente decisione delle Sezioni Unite in tema di derivati degli enti locali alla luce del paradigma di qualificazione del contratto di swap: quello della scommessa razionale. Lo scopo del paper è di sviluppare alcuni argomenti critici di questo modello per riportare al centro dell’operazione l’elemento della gestione del rischio finanziario.

*This paper analyses the Supreme Court of Cassation decision on swaps and local authorities, moving from the adopted criterion of contract’s qualification: the “rational bet”. The aim is to develop some critical arguments to this model in favour of an alternative criterion that qualifies the swap as contract for financial risk management*



## 1. Il caso.

| 398

Tra il 2003 ed il 2004, il Comune di Cattolica conclude con un noto intermediario finanziario tre contratti di *interest rate swap* per la copertura di precedenti esposizioni. Due di essi riconoscono all'ente locale il diritto di ricevere una cospicua somma di denaro a titolo di premio di liquidità in sede di sottoscrizione del contratto (cd. *up-front payment*). Nel corso della loro esecuzione, tali accordi registrano tuttavia un andamento fortemente negativo, che impone all'ente di effettuare periodici pagamenti differenziali di rilevanti importi a favore della banca. Il Comune decide pertanto di agire in giudizio facendo valere la nullità e l'inefficacia di detti accordi per violazione della normativa pubblicistica sui presupposti per il ricorso all'indebitamento. Le pretese dell'ente vengono rigettate in primo grado<sup>1</sup>, per poi essere accolte in sede di appello<sup>2</sup>. Investita dunque del ricorso, la Prima sezione civile della Corte di Cassazione, formula ordinanza di rimessione, relativamente *i*) alla possibilità di qualificare l'*interest rate swap* come indebitamento e *ii*) alla individuazione dell'organo competente a deliberare tale operazione<sup>3</sup>. Le Sezioni Unite sono così chiamate all'esame dello swap come fattispecie contrattuale nel contesto dei limiti all'autonomia privata degli enti locali<sup>4</sup>.

### 1.1. Dal mercato europeo dei tassi (...)

I contratti in esame si collocano in una fase storica di forte espansione del mercato dei cd. derivati "pubblici"<sup>5</sup>. La necessità di uniformarsi ai parametri

<sup>1</sup> Trib. Bologna, sez. II, 14 dicembre 2009, n. 5244, in *dejure.it*.

<sup>2</sup> Corte App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734, in *dirittobanca-rio.it*.

<sup>3</sup> Cass., sez. I, ordinanza, 10 gennaio 2019, n. 493, in *Giur. it.*, 2020, pag. 71 ss., con nota di D. IMBRUGLIA, *Derivati, up front ed enti locali: la parola alle Sezioni Unite*.

<sup>4</sup> Cass., Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770, Rel. F.A. Genovese, in *I contratti*, 2020, pag. 540, con nota di G. BEFANI, *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*.

<sup>5</sup> Nel panorama mondiale, la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) pubblica a cadenza periodica le statistiche sulla negoziazione di derivati nei mercati internazionali. Il dato relativo all'intenso incremento nell'uso di derivati da parte della pubblica amministrazione a inizio anni 2000 deve collocarsi all'interno di un contesto generale di forte crescita del mercato di questi strumenti, passato da circa 94.000 a 220.000 miliardi di dollari. Nei Paesi appartenenti al G-10, il valore nozionale dei derivati ha raggiunto, nel periodo fra il 2000 ed il 2004 un valore pari a 7,3 volte il PIL di questi Stati. Gli strumenti che

dettati dal Trattato di Maastricht per l'ingresso nell'area euro aveva condotto, in quegli anni, ad una progressiva stretta sulla spesa pubblica, imponendo agli enti locali la transizione verso meccanismi di approvvigionamento diretto di risorse nel mercato di capitali<sup>6</sup>. Inoltre, la carenza di liquidità delle amministrazioni locali per far fronte a bisogni di cassa e spese correnti risultava ulteriormente aggravata dall'incremento di deleghe di funzioni da parte dell'amministrazione statale, per effetto della riforma del Titolo V della Costituzione. Più impellente si era così resa la necessità, per comuni, province e regioni, di abbattere i costi delle passività maturate nel corso del tempo, attraverso l'adozione di vere e proprie strategie di gestione dell'indebitamento. Forti dunque di un clima generale di rinnovata fiducia da parte del legislatore nel riconoscimento dei loro spazi di autonomia negoziale, le amministrazioni territoriali hanno intrapreso una capillare opera di revisione del proprio indebitamento, in una logica di gestione attiva del debito<sup>7</sup>.

---

hanno conosciuto l'incremento più elevato sono stati i derivati su tasso di interesse, il cui valore complessivo nello stesso periodo di tempo è addirittura triplicato [Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Derivatives markets statistics 2003-2004*].

<sup>6</sup> Il primo passaggio in questa direzione si è avuto con l'approvazione della Legge 23 dicembre 1994, n. 724 (Legge Finanziaria per il 2005), che ha determinato l'abolizione del monopolio di Cassa Depositi e Prestiti e ha riconosciuto la possibilità per gli enti locali di finanziarsi sul mercato mobiliare attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari.

<sup>7</sup> L'attività di ristrutturazione del proprio indebitamento è un fenomeno che ha caratterizzato gli enti territoriali su diversi livelli, dalle Regioni, alle Province, ai Comuni, di medie e piccole dimensioni. Contrariamente a quanto si potrebbe supporre sono, tuttavia, principalmente questi ultimi ad essere entrati nelle transazioni in derivati più rischiosi. Questa prassi richiede alcune precisazioni sulla governance degli enti locali. Anzitutto, enti territoriali come comuni di piccole e medie dimensioni godono di un margine molto più limitato nella gestione del proprio bilancio, rispetto a Regioni e Province. Ciò spinge le amministrazioni locali a ricorrere agli strumenti della finanza innovativa per poter raggiungere un maggior grado di flessibilità nella gestione delle spese e degli investimenti. Regioni e Province, da parte loro, hanno fatto ricorso alla finanza derivata soprattutto in riferimento alle proprie omissioni obbligazionarie (a copertura del rischio di cambio, ovvero per ammortizzare l'impatto della scadenza unica nelle obbligazioni di tipo bullet). In secondo luogo, le trattative con gli intermediari volte alla conclusione di negozi derivati richiedono delle competenze specifiche per attenuare la forte asimmetria informativa fra le parti. Siffatte competenze sono di regola vantate da enti locali di maggiori dimensioni, dotate di strutture e comparti in grado di valutare l'impatto e la convenienza dei diversi strumenti proposti. Diversamente, le amministrazioni di più modeste dimensioni sono spesso prive di tali competenze, ragion per cui avvengono alle trattative con gli intermediari in una posizione di



Il contesto di mercato offriva l'opportunità di sfruttare l'andamento favorevole dei tassi, ma richiedeva agli enti locali di muoversi in un contesto – quello dei mercati di capitali – che non rappresenta il loro habitat naturale. In quest'ottica, la neo-nata valuta europea garantiva l'inedita possibilità di concludere rapporti di finanziamento a condizioni ben più appetibili di quelle cui le amministrazioni pubbliche si erano fino a quel momento vincolate – in genere, attraverso mutui contratti con Cassa Depositi e Prestiti, tendenzialmente a tasso fisso e con scadenza di lungo periodo. In particolare, le amministrazioni locali avevano interesse a convertire le proprie passività, in più vantaggiosi rapporti a tasso variabile, indicizzati all'andamento dell'Euribor<sup>8</sup>. Tale scelta imponeva, tuttavia, di ponderare con attenzione il perseguimento di strategie volte alla gestione dell'indebitamento con quelle di *financial risk management*.

L'alternativa che si poneva loro era, pertanto, duplice.

Da un lato, quella di provvedere ad onerose rinegoziazioni ed estinzioni anticipate per novare i rapporti in essere; dall'altro, quella di rivolgersi agli strumenti della finanza innovativa per rimodulare le

condizioni dei loro indebitamenti, senza intervenire direttamente sui rapporti sottostanti.

## 1.2. (...) al contratto di interest rate swap (...)

Nel seguire questa seconda strada, gli enti hanno così ravvisato nell'*interest rate swap* (IRS) il contratto più congeniale al soddisfacimento delle esigenze di ristrutturazione del debito<sup>9</sup>. Questo stru-

<sup>9</sup> La giurisprudenza ha in passato definito il contratto di swap come quello in cui “due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione”, v., Cass., 06 aprile 2001, n° 5114, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2186). La definizione richiama, a sua volta, la celebre decisione sul caso *Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, pubblicata in Italia in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, I, pag. 423; secondo i giudici inglesi in “[An interest rate swap is] an agreement between two parties by which each agrees to pay to other on a specified date or dates an amount calculated by reference to the interest which would have accrued over a given period on the same notional principal sum assuming different rates of interest are payable in each case”. Uno dei più noti autori della dottrina anglossassone ritiene che “An interest rate swap, then, is simply an exchange of the rate of interest that a borrower is paying for a different rate of interest, in exchange for a fee”, v., A. HUDSON, *The law on financial derivatives*, London, 2018, pag. 156. La bibliografia sul contratto di interest rate swap risulta molto ampia e variegata. Soffermandosi esclusivamente sui contributi più recenti che si propongono di fornire una definizione all'interno dell'ordinamento nazionale, v., A. M. GAROFALO, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'interest rate swap*, Napoli, 2018; D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in Cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, 1, pag. 9 ss.; D. IMBRUGLIA, *Primi appunti sull'interest rate swap non adeguato*, in questa rivista, 2015, 2, pag. 23-32; D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, in G. Gitti – M. R. Maugeri – M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna 2012, pag. 184 ss.; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, II, in *Trattato dei contratti*, dir. da E. Gabrielli e R. Lener, Torino 2011, pag. 1405 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, pag. 23 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, 2° ed., Milano, 2010, pag. 62 ss.; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, 1, I, pag. 39 ss.; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *I contratti*, 2009, 12, pag. 1133 ss.; A. M. CAROZZI, *Swap*, in P. Cendon (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino 2004, pag. 468 ss.; G. GIOIA, *Il contratto di «swap»*, in *Giur. it.*, 1999, 11, II, pag. 2209 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Milano, 1999; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, pag. 597 ss.

quali totale affidamento nella controparte. Solo di recente, i comuni fanno un più largo uso di consorzi per mettere in comune risorse per avvalersi di esperti nella gestione della finanza pubblica.

<sup>8</sup> Può definirsi indicizzazione quella tecnica volta ad ancorare l'importo nominale di un debito alla variazione di un determinato indice/valore. L'indicizzazione nasce allo scopo di adeguare una prestazione pecuniaria al mutamento del potere di acquisto della moneta, assicurando che i flussi generati da un'attività finanziaria, come quella di credito, si adeguino al corrispondente mutare del costo del denaro nel corso del tempo. Questo effetto è realizzabile utilizzando il riferimento a quegli indici, come il tasso Euribor, che rappresentano il tasso a cui avvengono le transazioni finanziarie tra le principali banche europee. Nelle transazioni creditizie fra privati, il cliente, potrà così profittare dell'applicazione di un tasso di interesse iniziale più contenuto, che non debba esser cioè concepito, fin dall'inizio, per coprire gli eventuali aumenti del costo del denaro che potenzialmente investiranno il rapporto nel corso di esecuzione. La banca, dall'altro, si assicurerà così dal rischio che il mutare degli scenari di mercato non determini delle variazioni eccessive nella rendita assicurata dall'attività finanziaria, modulando il suo andamento a quello del costo del denaro. Sul punto, A. CAPUTO, *Le clausole di garanzia monetaria*, Milano 1939; F. CARBONETTI, *Indicizzazione e contratto nell'era dell'inflazione*, Milano 1988; N. IIRTI, *Inflazione e rapporti tra privati*, in *Gius. Civ.*, 1981, II, pag. 311 ss.; P. TARTAGLIA, *L'adeguamento del contratto alle oscillazioni monetarie*, Milano, 1984.; A. GENTILI, *Le clausole di determinazione del tasso tra TUB e TUF: finanziarizzazione della trasparenza bancaria?*, in *Riv. Dir. banc.*, 2018.

mento garantiva loro un più ampio margine di autonomia nella gestione delle proprie finanze: stabilendo una “*Konnexität*” fra le caratteristiche del finanziamento sottostante e quelle del derivato realizzato su misura per il cliente (cd. *bespoke*) si è difatti in grado di rimodulare i flussi finanziari generati da un determinato asset, senza che ciò comporti alcun mutamento nella struttura del rapporto sottostante – che, nel caso degli enti locali, avrebbe altrimenti imposto di estinguere anticipatamente o rinegoziare i mutui ad un diverso tasso di interesse<sup>10</sup>.

Il contratto di interest rate swap si presenta, nella prassi, con forme e gradi differenti di complessità.

Nella sua struttura più semplice – meglio nota come “plain vanilla” – l’IRS è definibile come un accordo a prestazioni corrispettive attraverso cui è regolato uno “scambio” di flussi di pagamento fra i contraenti. Questo scambio avviene a date di scadenza prestabilite (ad es. a cadenza semestrale o annuale) e viene calcolato applicando, su di una medesima somma - detta “nozionale” -, un parametro differente per ciascuna parte, solitamente un tasso di interesse fisso contro uno variabile<sup>11</sup>. Ferma questa

<sup>10</sup> La relazione di “connessione” fra lo swap e il rapporto di credito sottostante assume un rilievo particolare nel dibattito che si è alimentato nell’ordinamento tedesco. La giurisprudenza della BGH è più volte intervenuta per ribadire il principio della cd. “Marktwert-Rechtsprechung”, secondo cui gli intermediari sono tenuti ad esplicitare il cliente il valore negativo iniziale del contratto nell’ipotesi in cui siano anche controparte contrattuale. Siffatto obbligo di informazione non sussiste tuttavia nel caso in cui lo swap e il contratto di credito siano “konnex”, v., BGH, Urt., 28 aprile 2015, XI ZR 378/13, in *BKR* 2015, pag. 371-380. La BGH è più di recente intervenuta per chiarire i presupposti sulla base dei quali possa dirsi sussistente questa *Konnexität*, v., BGH, Urt., 22 marzo 2016, XI ZR 425/14, in *BKR*, 2016, pag. 291 ss. (Anm. S. BAUSCH). Anzitutto, la Corte Federale richiede che l’intermediario che suggerisce e conclude con il cliente lo swap sia lo stesso con il quale è stato convenuto il rapporto di finanziamento. Inoltre, la BGH richiede che, dal punto di vista economico, l’operazione di swap si strutturi unicamente come rimodulazione delle condizioni del finanziamento, assumendovi come base il suo importo e gestendo il flusso di interessi da esso prodotto. Si badi tuttavia al fatto che l’elemento della “connessione” fra i rapporti costituisce, nell’impianto argomentativo della giurisprudenza tedesca, unicamente il presupposto per il sorgere di un obbligo informativo in capo all’intermediario, non assumendo invece alcun valore in termini di validità del contratto. In senso critico sul punto, v., M. LEHMAN, *Die Swap-Malaise*, in *NJW*, 2016, pag. 2913 ss.

<sup>11</sup> Prendiamo in considerazione lo scenario più semplice. Il Comune di Beta ha contratto un finanziamento trentennale con Cassa Depositi e Prestiti a tasso fisso, pari al 6%. Al mutare delle condizioni del mercato, il Comune di Beta ha interesse a ridefinire il tasso di interesse del rapporto. Conviene dunque la stipulazione di un interest rate swap “plain vanilla” con la banca Alfa. La banca Alfa si impegna a corrispondere al Comune di Beta un tasso fisso del 6%, con il quale quest’ultimo copre

struttura di base, i contraenti godono di un ampio margine di autonomia nel definire il riparto del rischio finanziario dell’operazione, stabilendo, ad esempio, soglie oltre le quali scattano obblighi e prestazioni ulteriori per uno di essi. Trattandosi difatti di accordi non standardizzati (cd. *over the counter*), gli intermediari finanziari modellano il contenuto concreto della singola operazione attorno alle esigenze specifiche di cui è portatrice la controparte.

Proprio, dunque, l’opportunità di sfruttare l’andamento favorevole dei tassi sulla valuta europea<sup>12</sup> è stata alla base della scelta compiuta da gran parte degli enti locali coinvolti in operazioni in derivati di optare per la convenzione di swap su tassi di interesse, al fine di “scambiare” la propria posizione finanziaria, denotata da un rendimento a tasso fisso, con quella della banca, contraddistinta all’opposto per un rendimento di natura variabile. Nella prassi, la maggior parte degli accordi prevedeva difatti che l’ente ricevesse dalla banca un tasso di interesse fisso - di regola pari a quello stabilito nei finanziamenti con CDP - impegnandosi, da parte sua, a corrispondere all’intermediario il variabile, maggiorato di uno *spread*. Il vantaggio dell’operazione risiedeva così nell’aspettativa per cui, a fronte di uno scenario di sostanziale stabilità nell’andamento del *benchmark* di mercato, l’ente avrebbe profittato di un rilevante abbattimento del costo del proprio debito<sup>13</sup>.

interamente il costo del finanziamento. A sua volta, il Comune di Beta si impegna a versare alla Banca Alfa, sulla base del medesimo nozionale, il tasso di interesse variabile parametrato all’Euribor3m maggiorato di uno spread di 3 punti percentuali. A cadenza semestrale, le parti si scambiano i flussi finanziari così determinati, individuando quale fra le parti, in virtù di un meccanismo di compensazione, sia effettivamente tenuto all’esborso.

<sup>12</sup> L’andamento storico dei tassi Euribor3M è indicativo della maggior vantaggio che gli enti locali potevano trarre dalla conversione dei propri rapporti a tasso fisso in finanziamenti a tasso variabile. In virtù dei mutui contratti con CDP, le amministrazioni locali corrispondevano, di regola, per i rapporti in essere tra il 2002 ed il 2004 un tasso compreso fra il 5 ed il 7%. Nel periodo corrispondente, il tasso Euribor3M si attestava, rispettivamente, al 3,279% (2 gennaio 2002), al 3,036% (2 dicembre 2002), al 2,145% (1° luglio 2003), all’1,960% (1° aprile 2004) e così via [Fonte: serie storiche Euribor3M].

<sup>13</sup> Riprendendo l’esempio di prima (v., nota 11), fintanto che l’Euribor3m si attesta al di sotto del 3%, il Comune di Beta beneficerà di una riduzione del costo del denaro preso a prestito da CDP, tanto maggiore quanto più basso è il valore assunto da questo parametro (es. Euribor3m 1% + spread 3% = 4%, invece di 6%). All’opposto, ove il parametro salga al di sopra della soglia del 3% (sopponiamo al 5%), il Comune di Beta sarà tenuto a pagare alla Banca Alfa un tasso ben più oneroso di quel-





### 1.3. (...) alla clausola up-front.

L'affidamento riposto nelle anzidette previsioni era tale per cui le amministrazioni locali, nella prassi, hanno mostrato una netta predilezione per la convenzione di *interest rate swap* esotici altamente speculativi<sup>14</sup>. Invero, la ragione principale di questa scelta si comprende alla luce dell'erogazione di un *up front payment* al momento della sottoscrizione dell'accordo<sup>15</sup>.

La *ratio* di questa clausola è intimamente legata alla determinazione del valore dello *swap*; il profilo è molto tecnico, ma merita ugualmente qualche precisazione ulteriore.

Quando la curva dei tassi di interesse previsti dalle parti corrisponde a quella attesa dal mercato e, dunque, il valore dei flussi scambiati per effetto del contratto sarà presumibilmente pari a zero per l'intera sua durata, lo *swap* viene definito *par* e non dà, pertanto, adito al riconoscimento di alcuna somma alla sua sottoscrizione. Di regola, assumono le caratteristiche dello *swap par* principalmente i derivati sul modello "plain vanilla"<sup>16</sup>.

lo inizialmente corrisposto sul debito contratto con CDP (Euribor3m 5% + spread al 3% = 8 % invece di 6%).

<sup>14</sup> Si è soliti distinguere le operazioni plain vanilla da quelle esotiche, anche detti "derivati complessi". Questi ultimi sono stati oggetto di considerazione prevalentemente da parte della teoria economica e della analisi finanziaria, mentre il dibattito giuridico è rimasto pressoché sullo sfondo. Con estrema semplificazione, possono essere definiti derivati esotici quelle operazioni che sono il risultato di una sintesi economica fra più unità contrattuali giuridicamente distinte (uno *swap-option*, una *future-option* etc.), v., E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pag. 120-121. Le indagini conoscitive condotte dalla Corte dei Conti hanno evidenziato che gli enti locali sono spesso ricorsi a strutture esotiche nella conclusione di derivati su tassi di interesse, v., Audizione Corte dei Conti alla Commissione Finanze, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, 3 marzo 2005. Fra di esse, principalmente, *basis swap* con clausola collar, *interest rate swap* con clausola collar plus, *interest rate swap* con barriere knock-in e knock-out, *interest rate swap double fix*, *interest rate swap* con clausola purple collar, *convertible swap*, *interest rate mirror swap*.

<sup>15</sup> Prima che il legislatore intervenisse esplicitamente limitando la misura massima dell'*up-front* erogabile dall'intermedio all'1% del valore del nozionale, gli accordi sottoscritti dalle pubbliche amministrazioni prevedevano importi a titolo di premio di liquidità fino anche al 9%, v., ancora, Audizione Corte dei Conti alla Commissione Finanze, *Indagine conoscitiva*, cit.

<sup>16</sup> La prima versione del Regolamento Intermediari Consob, nella sezione dedicata agli "interest rate swap" affermava esplicitamente che l'IRS plain vanilla nasce, per definizione, par e senza l'erogazione di *up-front*: "alla stipula del contratto, il valore di uno *swaps* è sempre nullo ma esso può assumere ra-

Quando invece, già sulla base delle condizioni iniziali, il contratto preveda uno squilibrio fra i flussi che saranno corrisposti da una parte all'altra, lo *swap* viene definito *non par* e il divario creato dal valore iniziale negativo del contratto viene colmato dalla dazione di una somma di denaro, il cosiddetto *up-front*<sup>17</sup>. L'importo *up-front* risulta così - in linea di massima - corrispondente alla misura dello squilibrio sussistente fra le parti<sup>18</sup>. In particolare, tale squilibrio si genera quando le parti appongono al regolamento contrattuale clausole che trasferiscono dall'una all'altra il rischio finanziario derivante da certi scenari (ad es. tramite vendita di opzioni digitali, cap su tasso di interesse), ovvero che circoscrivono la protezione dal rischio entro determinate soglie (collar).

Gli IRS esotici – dicevamo – proprio in virtù dell'articolata combinazione di clausole di riparto del rischio, hanno dato luogo di frequente

*pidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto.*" (Reg. Int., Consob, delibera n. 11522 del 1° luglio 1998, allegato 3, parte B, par. 4.1.). Le versioni successive del Regolamento Intermediari (2007 e 2018) hanno poi abbandonato questo riferimento al valore iniziale dello *swap*.

<sup>17</sup> Si badi tuttavia al fatto che, la circostanza per cui il valore dello *swap* alla sua sottoscrizione sia pari a zero non significa che durante il corso della sua esecuzione, esso non possa mutare. Questo elemento evidenzia unicamente il fatto che, sulla base delle previsioni formulate dal mercato, quel contratto dovrebbe assumere un andamento neutro per le parti. Allo stesso modo, la previsione di un valore iniziale negativo non significa che il contratto andrà necessariamente a generare vantaggi per una parte e perdite per l'altra: l'andamento effettivo dei tassi può disilludere le aspettative del mercato, assumendo un valore ancor più negativo di quanto si è inizialmente voluto compensare con l'erogazione di un *up-front*, oppure - all'opposto di quanto preventivato – andando persino a vantaggio della parte che ha percepito il premio di liquidità.

<sup>18</sup> L'uso del condizionale è d'obbligo, in virtù del fatto che è prassi che l'intermediario includa il costo del servizio erogato (i.e. costruzione del prodotto, margine dei propri ricavi) all'interno della misura dell'*up-front*, riducendo proporzionalmente il premio che spetterebbe al cliente per riequilibrare il valore negativo del contratto. Questo importo ulteriore, più di frequente definito come "commissione implicita", si ottiene calcolando il mark-to-market alla data di stipula del contratto e stabilendo quali fossero, a quella data, le attese implicite sui tassi parametro (i tassi di mercato). Sebbene il tema non sia espressamente impegnato all'interno del ricorso – e dunque non sarà direttamente oggetto del presente contributo – esso ha dato comunque adito ad un vivo dibattito in dottrina. Si veda sul punto, S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa (ovvero quando nomina non sunt consequentia rerum)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, II, pag. 363-388, ora in *Swap tra banche e clienti*, cit., pag. 211; D. MAFFEIS, *I costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, pag. 648 ss.

all'erogazione di un pagamento up-front a favore dell'ente locale. Ed anzi, proprio nell'interesse ad ottenere questa immediata disponibilità di cassa si è celata, in molti casi, la vera ragione per cui le amministrazioni pubbliche hanno fatto ricorso alle strutture contrattuali in parola, sottostimando l'elevata esposizione al rischio su tasso che da esse scaturiva.

L'erogazione di un up-front non si è inoltre limitata alla sola fase di sottoscrizione dell'accordo. L'incidenza assunta dal mancato avveramento degli scenari di mercato prospettati<sup>19</sup>, da un lato, e la necessità di uniformarsi ai nuovi e più stringenti vincoli normativi, dall'altro, hanno indotto le amministrazioni locali, nel tempo, ad una significativa opera di rimodulazione dei rapporti contrattuali in essere. La loro estinzione anticipata avrebbe altrimenti determinato l'attualizzazione delle perdite imputabili all'andamento negativo del derivato, imponendo alle amministrazioni di corrispondere importi elevati alla banca<sup>20</sup>. Nella gran parte dei casi si è dunque optato per una "contrattualizzazione" delle perdite,

<sup>19</sup> A cavallo tra il 2003 ed il 2004 si erano diffuse notizie di una forte accelerazione nell'attività economica degli Stati Uniti. Nel 2004, la FED aveva provveduto ad aumenti progressivi del tasso obiettivo, di 25 punti in un primo momento, di 75 punti nelle sedute successive. Sulla scia di detto andamento, anche i mercati europei hanno reagito assumendo degli orientamenti al rialzo con riferimento ai tassi di interesse sulla valuta europea. Queste aspettative sono messe ben in evidenza dall'analisi dei rendimenti futures sui depositi in euro di quegli anni. Alla fine degli anni 2000, i rendimenti dei futures a quattro anni erano pari al 5,5 %, e indicavano dunque un incremento di mezzo punto percentuale nel rendimento dell'euro. Tra il 2002 ed il 2003, si è poi maturata l'aspettativa di un ulteriore incremento, che si attestava attorno ad un ulteriore punto percentuale. Tuttavia, contrariamente alle previsioni, l'incremento dell'economia reale nel corso del 2003 ha registrato un incremento, invero, modesto. Le previsioni sulla cui base erano stati convenuti i rapporti nel triennio 2002-2004 sono così state vanificate dalla necessaria inversione di tendenza nella politica monetaria intrapresa BCE a partire dal 2005. A giugno 2005, le proiezioni macroeconomiche sulla crescita del PIL in termini reali formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono state riviste al ribasso rispetto a quelle di dicembre del 2004, prevalentemente a causa della volatilità elevata dei corsi del petrolio e l'incertezza sulla evoluzione della domanda interna, v., EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), *Annual Report 2005*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf>.

<sup>20</sup> Il contratto rinegoziato assume nella prassi la funzione di rifinanziare le perdite subite per effetto del primo contratto, che si consoliderebbero altrimenti con una chiusura anticipata non seguita da successive negoziazioni, v., in questo senso, M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fallimentari*, in *Dir. Fall.*, 2005, pag. 345 ss. Sul fenomeno si veda inoltre, AA.VV., *I derivati nelle PA locali. Origine, dimensione e criticità*, L. NADOTTI (a cura di), Milano, 2009.

pareggiate dalla corrispondente erogazione di un ulteriore pagamento up-front riconosciuto dalla banca<sup>21</sup>. Questo meccanismo ha così innestato un processo perverso e difficilmente reversibile, in virtù del quale gli enti locali, pur di non mettere a bilancio una perdita attuale<sup>22</sup>, sono stati costretti ad entrare in transazioni su strumenti derivati sempre più sbilanciate, in una progressiva escalation di rischiosità che, in taluni casi, ha persino determinato il tracollo delle finanze locali.

## 2. Le questioni.

Il legislatore nazionale ha reagito alla prassi in commento mediante la progressiva introduzione di limiti e cautele nel ricorso da parte degli enti locali agli strumenti della finanza derivata<sup>23</sup>. La materia ha così conosciuto un'imponente stratificazione di

<sup>21</sup> Questo effetto si ottiene attraverso una posticipazione sulla scadenza iniziale del contratto derivato, un incremento del nozionale, un aumento della cd. leva finanziaria ed una variazione dell'elemento sottostante; v., P. FADEL – A. MARANGONI, *Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, F. Cortese – F. Sartori (a cura di), Pisa, 2010, pag. 247.

<sup>22</sup> L'impatto era dovuta all'incertezza nell'iscrivibilità a bilancio del derivato. A lungo si è ritenuto che, trattandosi di una perdita puramente "potenziale", l'andamento negativo del mark-to-market non dovesse essere indicato a bilancio dell'ente locale, se non al momento di chiusura dell'operazione, quando cioè quella perdita veniva attualizzata e diventava un impegno finanziario concreto per l'ente. L'Allegato n. 4.2 al D.Lgs. 23 giugno 2011 n. 118 (per come mod. dal D.lgs. 10 agosto 2014 n. 126) dedica una sezione apposita alla contabilizzazione dei flussi finanziari provenienti da strumenti derivati. In particolare, in caso di estinzione anticipata dello strumento, la somma ricevuta (valore positivo) o pagata (valore negativo) dall'ente al momento della risoluzione (mark-to-market) deve essere imputata, rispettivamente, alle entrate extra-tributarie, ovvero alle spese correnti. Inoltre, l'erogazione di un up-front, in relazione alla sua qualifica di indebitamento, deve essere iscritta alla voce "accensione di prestiti" al Titolo VI delle entrate dell'ente.

<sup>23</sup> Di questo avviso è la Corte Costituzionale, secondo cui "la spiccata aleatorietà delle negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari in essere" attribuisce primaria importanza all'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, appunto, pubblico e, dunque, di generale interesse per la collettività", v., Corte Cost., 10 febbraio 2010, n. 52, in *Dir. e prat. amm.*, 2010, pag. 28 ss; in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2011, II, pag. 1 ss, con nota di A. SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, e di E. GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*.



norme<sup>24</sup>, sollevando una pluralità di questioni in ottica di diritto intertemporale e rendendo, di conseguenza, necessario collocare con attenzione la vicenda all'interno del quadro regolamentare vigente. Giacché, anche prima dell'intervento con il quale il legislatore ha esplicitamente precluso agli enti di concludere o rinegoziare derivati su tassi di interesse (Lg. 376/2013), vigevano ben precisi limiti al potere contrattuale esercitabile dalla pubblica amministrazione.

Ebbene, alle Sezioni Unite è richiesto di muoversi all'interno di questo delicato contesto di fondo per analizzare due aspetti, in particolare, della negoziazione dei derivati "pubblici".

### 2.1. Derivati, up-front e indebitamento.

Per un verso, alla Corte viene demandata la risoluzione del quesito sulla legittimità e sui presupposti dell'utilizzo anomalo dello *swap* in funzione creditizia, attraverso l'erogazione di un consistente premio di liquidità a favore dell'ente. A ben vedere, non viene in gioco tanto la validità *ex se* della clau-

<sup>24</sup> Con buono sforzo di sintesi, l'evoluzione normativa in tema di derivati degli enti locali può essere inquadrata in tre momenti distinti. Ciascuno di essi pare ispirarsi a logiche proprie del suo tempo, risentendo dell'influenza prodotta dal clima di progressiva sfiducia verso i derivati in genere. Un primo periodo (1995 – 2004) si è caratterizzato per una apertura quasi totale verso l'adozione di questi strumenti, financo imponendo l'obbligo per gli enti locali di provvedere alla stipulazione di derivati a copertura delle proprie esposizioni in cambi (currency swap), ovvero per ammortizzare l'esborso finanziario in caso di emissioni obbligazionarie bullet (amortizing swap), v., art. 41, Legge Finanziaria 2002. Un secondo periodo (2004 – 2013) ha quindi cercato di controbilanciare la spinta liberalizzatrice recata dalla sopra citata disposizione. La normativa regolamentare in primis ha introdotto una tipizzazione minuziosa di questi strumenti, indicando le strutture contrattuali di cui gli enti locali potevano avvalersi (IRS, acquisto forward, cap su tassi di interesse, collar), nonché introducendo specifici vincoli all'importo massimo del up-front percepito in sede di sottoscrizione (1% del valore nozionale) ed imponendo una correlazione stretta con un indebitamento sottostante, v., Reg. MEF 389/2003 e Circolare esplicativa MEF, 27 maggio 2004). Nello stesso periodo sono stati inoltre introdotti specifici obblighi di informazione al Dipartimento del Tesoro presso il MEF sui singoli derivati conclusi, affidando allo stesso un compito di monitoraggio costante (Lg. 27 dicembre 2006, n. 296, Finanziaria per il 2007). Infine, un ultimo periodo (2013 – oggi) si è contraddistinto per una linea di netta chiusura, vietando la possibilità di stipulare nuovi derivati, di rinegoziare quelli in essere e di concludere finanziamenti con componenti derivative "al fine di assicurare la tutela dell'unità economica della Repubblica" (art. 1, comma 572, Lg. 27 dicembre 2013, n. 147, di modifica dell'art. 62, comma 3, Lg. 6 agosto 2008, n. 133).

sola<sup>25</sup>, quanto piuttosto la possibilità di qualificare l'IRS, ed in particolar modo quello con *up front payment*, come "indebitamento per finanziare spese diverse da quelle di investimento" ai sensi dell'art. 30, comma 15, Lg. 289 del 2002. Pur non essendo propriamente definibili, i derivati, come strumenti di indebitamento in senso stretto, essi possono infatti – come nel caso dell'erogazione di un up-front - produrre effetti analoghi a quelli di un indebitamento. Tale qualificazione non rappresenta un distinguo dal sapore puramente accademico, poiché – come noto – la Carta Costituzionale limita la facoltà degli enti locali di ricorrere all'indebitamento al solo scopo di finanziare spese di investimento, escludendo che tali operazioni possano venir realizzate per coprire esigenze di cassa e spese correnti (art. 119, comma 6 Cost.)<sup>26</sup>; la fattispecie è poi corredata dalla previsione che commina l'invalidità per i contratti conclusi in violazione di siffatto divieto<sup>27</sup>.

Ebbene, sul punto si fronteggiano due opposti orientamenti.

Il primo di essi, muovendo dalla qualificazione dello swap come strumento di gestione del debito<sup>28</sup>, ritiene che la convenzione di un up-front non sia tale da mutare lo scopo del negozio derivato equiparandolo ad una forma di indebitamento. La clausola di up-front costituisce, più propriamente, un'anticipazione di denaro sui flussi positivi che, secondo le previsioni dell'intermediario, il contratto genererà a favore del cliente, e che l'ente locale può così impiegare a copertura delle spese correnti<sup>29</sup>. Ad

<sup>25</sup> Il problema della validità della clausola up-front era già stato – peraltro – marginalmente impegnato da Cass., 28 luglio 2017, n. 18781, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, I, 2018, pag. 9, con nota di D. MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invidia aetas: lo swap in Cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*.

<sup>26</sup> Il medesimo principio è affermato da parte della legislazione primaria. Il Testo Unico sugli Enti Locali prevede che "il ricorso all'indebitamento da parte degli enti locali è ammesso esclusivamente nelle forme previste dalla leggi vigenti in materia e per la realizzazione degli investimenti" (art. 202, comma 1 TUEL).

<sup>27</sup> V., art. 30, comma 15, Lg. 289 del 2002.

<sup>28</sup> Il termine compare nella Circolare MEF, 22 giugno 2007, n. 63013, in *Gazz. Uff.*, 2 luglio 2007, n. 151.

<sup>29</sup> A questo orientamento ha aderito la decisione di primo grado sul caso oggetto del ricorso, v., Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, n. 5244, in *Giur. Comm.*, 2011, II, pag. 189, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*. Conforme, inoltre, Corte dei Conti, Sez. giur. Reg. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376, in *Finanza Loc.*, 2007, pag. 107, con nota di A. LUPI, *Il contratto di swap nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della sezione regionale Sicilia*. Esclude, inoltre, che la corresponsione di un up-front sia equiparabile alla erogazione di un finanziamento anomalo, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pag. 473 ss. Di avviso opposto è S. SCOTTI CAMUZZI, *Sulla natura dell'up-front dei contrat-*

esso si oppone un secondo orientamento, che trae invece spunto da una diversa qualificazione dello swap come scommessa. Questa lettura ritiene che si possa persino prescindere dal versamento effettivo di un up-front per qualificare lo swap in termini di indebitamento, poiché la sola circostanza per cui il contratto sia idoneo ad ingenerare perdite potenziali per l'ente è elemento sufficiente per poterlo considerare alla stregua di una forma anomala di indebitamento, sottoponendolo alla corrispondente disciplina<sup>30</sup>. Ed anzi, secondo questa lettura, l'up-front corrisponderebbe sostanzialmente al "prezzo" della scommessa, cioè alla somma che una parte riceverebbe per aver accettato condizioni deteriori.

Tale contrasto è oggi sostanzialmente composto dall'intervento con cui il legislatore ha espressamente qualificato l'up-front come indebitamento<sup>31</sup>; sennonché, la novella normativa non è applicabile *ratione temporis* ai rapporti oggetto del ricorso, lasciando così impregiudicato il profilo di qualificazione sul piano del diritto intertemporale<sup>32</sup>.

## 2.2. IRS e competenza consiliare.

Su di un altro versante, la Corte è chiamata a pronunciarsi sulle condizioni procedurali per la conclusione di un derivato da parte di un'amministrazione locale.

Dal momento che la convenzione di uno swap può generare una serie di esborsi finanziari che impegnano la pubblica amministrazione in un orizzonte di media-lunga durata, l'ordinanza di rimessione solleva l'interrogativo circa la competenza a deliberare la conclusione di una siffatta operazione. Il Te-

*ti IRS, in Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte, cit., pag. 255.*

<sup>30</sup> Questo orientamento, oltre ad essere fatto proprio dalla sentenza impugnata di fronte alla Cassazione (App. Bologna, 11 marzo 2014, n. 734), è sostanzialmente condiviso all'interno della giurisprudenza contabile, fra cui, ex multis, Corte dei Conti, Sez. Contr. Reg. Lombardia, 26 ottobre 2007, n. 596, in *Dir. Pratica Amm.*, 2007, pag. 19 ss.).

<sup>31</sup> La modifica normativa è intervenuta per effetto dell'art. 62, comma 9, D.Lg. 25 giugno 2008, n. 112 (recepito con Lg. 6 agosto 2008, n. 133), che ha modificato l'articolo 3, comma 17, secondo periodo, Lg. 24 dicembre 2003, n. 350, qualificando "l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate" come indebitamento rilevate ai sensi dell'art. 119, comma 6, Cost., insieme ai mutui alle emissioni di prestiti obbligazionari e ad alcune tipologie di operazioni di cartolarizzazione.

<sup>32</sup> Così come non trova applicazione neppure il limite massimo di importo nella convenzione di una clausola up-front, individuato dal decreto congiunto del Ministero dell'Economia e Ministero dell'Interno (d.m. n. 389 del 1° dicembre 2003) nella misura dell'1% sul nozionale.

sto Unico degli Enti Locali riconosce difatti la competenza del consiglio comunale in ordine alle "spese che impegnino i bilanci per gli esercizi successivi"<sup>33</sup>, oltre che in ordine alle altre fattispecie tipiche di indebitamento, quali "la contrazione di mutui e aperture di credito" e le "emissioni di prestiti obbligazionari"<sup>34</sup>. Nessun riferimento è fatto, *expressis verbis*, alla stipulazione di contratti derivati. Nella prassi, è noto che la negoziazione di un IRS per conto dell'ente locale è di regola affidata direttamente al responsabile del settore finanziario (il ragioniere del comune)<sup>35</sup>, che negozia sulla base di autorizzazioni formulate in modo generico da parte dell'organo consiliare.

Sulla legittimità di siffatta pratica, il divario in giurisprudenza è netto e riflette – nuovamente - un dissenso di fondo sulla qualificazione dell'IRS.

Secondo la giurisprudenza amministrativa, la conclusione di uno swap non può venir considerata quale atto di assunzione di una spesa pluriennale ai sensi dell'art. 42, comma 2, lett. i) TUEL, alla luce della funzione per la quale è convenuto un derivato: quella di gestione dell'indebitamento, con finalità di riduzione di oneri finanziari assunti – questi sì - con una delibera consiliare<sup>36</sup>. L'organo di giustizia contabile, dal canto suo, è dell'avviso che l'assunzione di un rischio finanziario, nella logica della scommessa sull'andamento dei tassi, esponga l'amministrazione a perdite futuri potenziali che solo l'organo consiliare può legittimamente autorizzare<sup>37</sup>. La delibera non può dunque limitarsi ad un generico "via libera" all'operazione, bensì deve indicare in dettaglio i vincoli finanziari che l'ente intende assumere (quali la durata del contratto, il debito gestito, il tasso di interesse), così come i criteri per l'individuazione della controparte contrattuale<sup>38</sup>.

## 3. La decisione della Corte.

<sup>33</sup> Cfr. art. 42, comma 2, lett. i), D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (TUEL).

<sup>34</sup> Cfr. art. 42, comma 2, lett. h), D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (TUEL). Il TUEL attribuisce alla giunta comunale una competenza residuale rispetto alle funzioni riservate a pena di nullità al consiglio (art. 48, comma 2, TUEL).

<sup>35</sup> A questa figura, sulla base dell'art. 153, D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (TUEL) è affidato il coordinamento e la gestione dell'attività finanziaria dell'ente locale.

<sup>36</sup> Sul punto, Cons. Stato, 30 giugno 2017, n. 3174.

<sup>37</sup> Corte dei Conti, Sez. Reg. Contr. Lombardia, n. 405/2010.

<sup>38</sup> Attraverso il Reg. MEF, dicembre 2003 (n. 389/2003, attuativo dell'art. 41 della Legge Finanziaria 2002), ha imposto che la negoziazione in derivati possa avvenire unicamente con intermediari contraddistinti da un adeguato merito creditizio, certificato da agenzie di rating di rilievo internazionale.





La risoluzione di entrambe le questioni impegna, di tutta evidenza, il tema più generale dell'inquadramento del derivato nel sistema del contratto. L'impianto argomentativo delle Sezioni Unite si sviluppa così assumendo una posizione su di una tematica tradizionale del dibattito attorno alla qualifica del contratto di *interest rate swap*: quella del suo legame con la figura codicistica della scommessa<sup>39</sup>.

Il problema – è noto – affonda le sue radici in un dibattito di lungo corso e trova oggi un preciso riferimento positivo nell'art. 23, comma 5 TUF, secondo cui non deve farsi applicazione, rispetto ai contratti finanziari derivati, della disciplina di cui all'art. 1933 c.c. Si è così sostenuto, anche in giurisprudenza, che i derivati abbiano natura di scommessa – nella specie dell'IRS, sul rialzo ovvero sul ribasso di un tasso di interesse di mercato – ma che, in virtù di una specifica sottrazione operata dal TUF, non possano venir equiparate alle cd. "scommesse tollerate"<sup>40</sup>. Ebbene, secondo i giudici di le-

gittimità, la fattispecie del contratto di IRS ha poco a che spartirsi con lo schema della scommessa di cui agli artt. 1933 – 1935 c.c., trattandosi di uno strumento contrattuale che si forma nel mercato finanziario e che attiene alla negoziazione di un rischio in una logica probabilistica. Eppure, la figura della scommessa assume, nel periodare della Corte, un significato ben più ampio di quello "puramente descrittivo e semplificativo" cui essa stessa sembra volerle attribuire<sup>41</sup>, poiché è proprio su tale paradigma che l'organo supremo di legittimità incentra il giudizio di liceità del contratto.

La liceità della scommessa finanziaria solleva d'altronde, nel contesto della disciplina degli enti locali, un problema ulteriore rispetto ai contratti di diritto comune. Il profilo di aleatorietà dello swap stride apertamente con i principi e le regole della contabilità pubblica, i quali impongono – all'opposto – certezza e prevedibilità degli impegni di spesa dell'amministrazione<sup>42</sup>. Tenuto conto di ciò, il legislatore ha inteso riconoscere (*rectius*, riconosceva<sup>43</sup>), attraverso la tipizzazione di questa figura, un qualche rilievo giuridico alla scommessa finanziaria dell'ente sul presupposto per cui essa si caratterizzi, a suo modo, per il perseguimento di un'utilità sociale, individuabile nella negoziazione e monetizzazione di un rischio<sup>44</sup>.

<sup>39</sup> Sul punto, è noto il più risalente orientamento con il quale il Tribunale di Milano ha statuito che "il contratto di *interest rate swap* stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c. Invero, le parti si sono assoggettate all'alea delle variazioni del tasso degli interessi non per la necessità di coprire effettivi rischi di impresa, ma solo per collegare l'attribuzione di un vantaggio patrimoniale (lucro) alla sorte (cioè appunto all'alea del corso degli interessi)", Trib. Milano, 26 maggio 1994, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, II, pag. 80 ss. con nota di A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*. Questo primo orientamento parificava dunque, in ottica di disciplina, i negozi derivati con le scommesse "tollerate", che non riconoscono al vincitore il diritto a pretendere dalla controparte il pagamento della posta, ma che non consentono neppure al perdente di ripetere eventuali somme già corrisposte (soluti retentio). Sul punto si veda, ampiamente, U. GUALAZZINI, voce "Giochi e scommesse (storia)", in *Enc. dir.*, XIX, Milano 1970, pag. 30 ss.; R. SACCO, *In tema di gioco o scommessa (a proposito della competizione «Lascia o raddoppia»)*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, I, pag. 410 ss.; G. B. FERRI, *La «neutralità» del gioco*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, pag. 28 ss. Con riferimento, inoltre, al profilo causale nel gioco e della scommessa, v., U. BRECCIA, *Causa*, in *Tratt. Bessone*, XIII, *Il contratto in generale*, III, Torino 1999, pag. 99 ss. Questa disciplina è stata oggetto di interesse di lungo corso poiché esprime un principio di carattere generale, ossia quello per cui l'ordinamento esige che gli spostamenti di ricchezza avvengano unicamente a fronte di altri spostamenti di ricchezza, v., E. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Milano, 2015, pag. 435.

<sup>40</sup> In questo senso, v., Cass., 8 maggio 2014, n. 9996, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, I, pag. 1099 ss., con nota di G. BERTI DE MARINIS, *Problemi di forma e di sostanza nella contrattazione di prodotti finanziari derivati*.

<sup>41</sup> In questo senso si esprimono le Sezioni Unite al punto 5.2., "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 e alla durata nel tempo del rapporto".

<sup>42</sup> Il tema della natura commutativa o aleatoria del contratto di swap è ampiamente discusso in letteratura. A favore dell'ascrizione dell'*interest rate swap* nella categoria dei contratti aleatori, v., R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, pag. 112 ss.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000; B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit. Senonché, anche alcuni sostenitori della tesi dell'aleatorietà dello swap riconoscono che questo carattere non esaurisca l'intero spettro delle funzioni dell'operazione, ed anzi che la sua funzione economica può essere persino opposta a quella del contratto aleatorio, v., B. INZITARI, *Le new properties nella società post industriale*, in *Dalle res alle new properties*, G. DE NOVA – B. INZITARI – G. TREMONTI – G. VISENTINI (a cura di), Pavia, 1991, pag. 64. Riconoscono, invece, natura commutativa al contratto, F. CHIOMENTI, *Cambi in divise e a termine*, in *Riv. dir. comm.*, I, pag. 45 ss.; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pag. 70 ss.

<sup>43</sup> Lo si è detto, l'art. 1, comma 572 della Lg. 147 del 2013 ha di fatto escluso (salvo particolari eccezioni) la possibilità per gli enti di stipulare contratti finanziari derivati.

<sup>44</sup> In questo passo, è evidente il tributo che le Sezioni Unite fanno al pensiero di E. BARCELLONA, *Contratti derivati pura-*



Siffatto rilievo discende, tuttavia, dall'apposizione di due ulteriori aggettivi che qualificano il termine "scommessa".

### 3.1. La scommessa "autorizzata".

| 406

La scommessa dell'ente locale, stante la forte disarmonia con la disciplina della contabilità pubblica, è anzitutto "autorizzata" nei limiti di previsioni aventi natura eccezionale e di stretta interpretazione. Anche per il periodo in cui non potevano trovare applicazione le disposizioni che imponevano agli enti di ricorrere esclusivamente al modello plain vanilla<sup>45</sup>, quest'ultimi erano comunque tenuti a sottostare a determinati limiti di liceità delle scommesse finanziarie, primo fra tutti il divieto generale di compiere operazioni dal carattere speculativo dalle quali potessero scaturire oneri finanziari insostenibili.

Orbene, l'autorizzazione alla conclusione di queste scommesse sottende, nel *decisum* delle Sezioni Unite, un limite di carattere sostanziale ed uno di natura procedimentale.

Dal punto di vista sostanziale, la Corte ritiene che anche nel periodo di pre-vigenza della Finanziaria del 2009<sup>46</sup>, gli importi ricevuti a titolo di up-front da parte dell'ente fossero comunque da qualificarsi come indebitamento, in quanto la disposizione in parola ha natura di interpretazione autentica e non determina alcuna innovazione all'interno dell'ordinamento. Una lettura che consideri l'operazione nel suo complesso non può difatti trascurare la funzione che, in concreto, è stata impressa all'IRS quale mezzo alternativo di finanziamento<sup>47</sup>. Con la conseguenza per cui, un siffatto utilizzo dello swap alla stregua di un mutuo non può avvenire in frode alle limitazioni imposte dalla Carta Costituzionale e dalla normativa di settore. Detto altrimenti, ove la scommessa finanziaria dell'ente

---

*mente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato, in Swap tra banche e clienti, cit., pag. 112.*

<sup>45</sup> D. m. 289/2003, cit.

<sup>46</sup> L'art. 62, comma 9, D. Lg. 112 del 2008, modificato con Lg. 133 del 2008 e successivamente sostituito dall'art. 3, Lg. 203 del 2008 riconosce – lo ricordiamo – natura di indebitamento all'erogazione di un up-front alla stipulazione del derivato.

<sup>47</sup> Sul punto, le Sezioni Unite chiariscono che "se il denaro ottenuto con l'upfront è da considerare indebitamento, lo stesso non può dirsi degli IRS conclusi dagli enti pubblici, i quali, eventualmente, possono presupporre un indebitamento". Dal punto di vista ermeneutico "L'operazione di swap va guardata nel suo 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".

comporti un indebitamento, questo deve necessariamente essere contratto per far fronte a spese di investimento, non anche a spese correnti o esigenze di liquidità.

Dal lato più strettamente procedimentale, il vincolo imposto all'utilizzo di risorse future per effetto di una scommessa finanziaria richiede a fini di validità la previa delibera del consiglio comunale. Quest'organo, oltre ad essere investito di una competenza generale sull'indebitamento e sulle misure di ristrutturazione dei mutui, assicura altresì il coinvolgimento di tutte le compagini politiche nell'assunzione di decisioni sulla gestione finanziaria dell'ente. Nella misura in cui la scommessa finanziaria incide sulla entità globale dell'indebitamento dell'ente territoriale, il consiglio dovrà deliberare, a pena di nullità del contratto, sui caratteri della complessiva operazione economica, tenendo in considerazione tutti i costi che gravano per effetto del regolamento contrattuale concretamente convenuto.

### 3.2. La scommessa "razionale".

Le Sezioni Unite si soffermano poi su di un'ulteriore qualità della scommessa finanziaria dell'ente locale.

La necessità di conciliare una ineliminabile dimensione di incertezza sull'andamento dello strumento derivato con l'esigenza di garantire la programmabilità degli impegni di spesa pubblica richiede che l'ente scommetta nella piena consapevolezza di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto e che, anzi, agisca per ridurre al minimo i rischi insiti nell'operazione. Riveste così carattere essenziale, quale momento valutativo della liceità dell'accordo, l'identificazione della "razionalità" della scommessa<sup>48</sup>, intesa come convergenza di volontà delle parti sulla qualità e sulla quantità dell'alea assunta. La tesi muove dal presupposto per cui il rischio finanziario, diversamente dal rischio contrattuale latamente inteso<sup>49</sup>, presenta margini più precisi di go-

---

<sup>48</sup> Il tema della razionalità rispetto al regime normativo del gioco e della scommessa è già stato correttamente impostato da quanti hanno scritto che il legislatore ha inteso scoraggiare spostamenti irrazionali di ricchezza, consistenti nella "assenza di una qualsivoglia correlazione razionale fra rischio dedotto e posta messa in palio", v., R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di «swap» e la struttura contrattuale sottostante*, cit., pag. 128; nonché E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercati*, in *Swap tra banche e clienti*, cit., pag. 103.

<sup>49</sup> Sul rischio contrattuale, particolarmente ampio è il dibattito alimentato in letteratura. Fra i contributi principali, v., S. ORLANDO, *Rischio e vendita internazionale*, Milano, 2002; A.



vernabilità, che lo rendono astrattamente idoneo ad essere quantificato<sup>50</sup>, isolato<sup>51</sup> e negoziato fra le parti<sup>52</sup>. La razionalità della scommessa finanziaria

GIAMPIERI, voce «Rischio contrattuale», in *Dig. Disc. Priv.*, sez. civ., XVIII, Torino, 1998, pag. 17 ss.; P. GALLO, *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, Milano 1992, pag. 385 ss.; E. GABRIELLI, *Il rischio contrattuale*, in *I contratti in generale. Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale*, W. Bigiavi (a cura di), Torino 1991; G. ALPA, voce «Rischio contrattuale», in *Enc. dir.*, XL, Milano 1989, pag. 1144 ss.; M. BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano 1969; G. ALPA – M. BESSONE – E. ROPPO, *Rischio contrattuale e autonomia privata*, Napoli 1982; E. BETTI, *Lezioni di diritto romano, Rischio contrattuale, Atto illecito, Negozio giuridico*, Roma 1959; G. GORLA, *Del rischio e pericolo nelle obbligazioni*, Padova 1934.

<sup>50</sup> L'elemento della quantificabilità, con riferimento al rischio, equivale alla possibilità di determinare ex ante, con un certo grado di confidenza, una percentuale di verifica di singoli scenari, attribuendo a ciascuno di essi, attraverso modelli matematici, un grado di probabilità su di un orizzonte temporale predefinito. Il rapporto tra rischio e rendimento è fondamentale per la valutazione di un investimento finanziario. Esistono degli indicatori in grado di fornirne una misura quantitativa, utile non solo per le considerazioni in merito alla bontà o meno di un singolo investimento ma anche per effettuare comparazioni fra diversi strumenti e soluzioni. Tra quelli più utilizzati, possono essere segnalati il VaR (Value at Risk), l'IR (Information Ratio) e l'indice di Sharpe (Sharpe Ratio). In particolare, l'utilizzo del cd. "valore a rischio" (VaR) consente di valutare, con un certo grado di confidenza X, che non vi saranno perdite stimate superiori a V euro, nell'arco temporale di N giorni, v., J. C. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 9° ed., 2018, pag. 521.

<sup>51</sup> L'isolabilità della componente del rischio deriva dal fatto che essa configura un valore "che prescinde dai beni cui si fa riferimento". L'espressione è di C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, pag. 85. L'Autore si sofferma a lungo sul concetto di astrattezza nella dimensione relativa alla qualificazione del contratto derivato, tracciando una linea di demarcazione netta con una diversa tipologia di astrattezza nella figura del contratto autonomo di garanzia (o Garantievertrag, alla tedesca). Lo scambio della promessa in questa seconda tipologia negoziale non ricava, difatti, in sé stesso la propria ragione, ma con riferimento ad un rapporto esterno rispetto al quale, l'astrattezza, opererebbe esclusivamente nel derogare la regola dell'accessorietà rispetto al contratto di credito cui è funzionale la garanzia prestata. Diversamente, il contratto derivato si contraddistinguerebbe per un'astrattezza, per così dire, pura, che si giustifica cioè in assenza di un qualunque presupposto causale esterno.

<sup>52</sup> Come si è assai puntualmente rilevato, il tratto essenziale della negoziabilità del rischio finanziario è rappresentato dall'esistenza di un mercato di riferimento, sia esso di natura regolamentata, ovvero un over the counter, v., C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., pag. 16, secondo cui "assume rilievo la prospettiva del mercato, nel senso, [...] che s'intende poterlo direttamente negoziare in un mercato oppure (ma per lo più anche) che il rischio medesimo concerne vicende di mercato".

dell'ente risiede difatti nel conoscere i fattori di rischio complessivi dell'operazione, nel soppesarli alla luce delle previsioni formulate dal mercato e nello scegliere lo strumento più "conveniente" rispetto all'esigenza di copertura. Detto altrimenti, la scommessa dell'ente locale, al fine di comporre una dissimmetria che altrimenti si creerebbe a fronte di una scommessa affidata al puro caso, è - e non può che essere - fondata su elementi che ne denotano una razionalità di fondo<sup>53</sup>.

Riecheggia, in questo passaggio, la traccia segnata da un certo indirizzo dottrinario<sup>54</sup> e fatta propria da un noto *arrêt* della Corte d'Appello di Milano<sup>55</sup>, secondo cui il contratto di swap si sostanzierebbe nella creazione di alee reciproche, bilaterali e razionalmente assunte. Eppure, nonostante il dato di partenza comune - quello della qualificazione in termini di scommessa razionale - le Sezioni Unite paiono procedere ben oltre il solco tracciato dalla citata giurisprudenza milanese, abbandonando di fatto il simulacro della ricerca di unitarietà del deri-

<sup>53</sup> Nelle parole delle Sezioni Unite, "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".

<sup>54</sup> Fra i principali sostenitori della tesi della "consapevole e razionale" assunzione di un rischio come elemento essenziale del contratto derivato, v., E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, II, pag. 564; nonché, D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, 2013; ID., *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2014, pag. 835 ss. Altrettanto diffusa è la tesi che nega la qualifica di scommessa agli swap, fra cui, D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, I, pag. 171 ss.; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di «swap» e la struttura contrattuale sottostante*, cit.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., passim. In senso critico, anche, A. TUCCI, *Interest rate swaps: «causa tipica» e «causa concreta»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014, II, pag. 283 ss.; L. CALZOLARI, *Una sentenza in materia di contratti swap poco in linea con il diritto nazionale ed europeo*, in *Soc.*, 2014, pag. 441 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: «swap uguale scommessa»*, in *Giur. Comm.*, 2014, pag. 277 ss.

<sup>55</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *I contr.*, 2014, pag. 213 ss., con nota di M. INDOLFI, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale: i contratti derivati OTC come scommesse razionali*; in questa rivista, 2014, pag. 332 ss., con nota di D. IMBRUGLIA, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, pag. 206 ss., con nota di L. BALLERINI, *Struttura e causa nell'interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale*.



vato, a favore di un approccio fondato sulla valutazione calata nel caso concreto.

### 3.2.1. Oggetto e scommessa.

408 Una prima conseguenza che le Sezioni Unite traggono dall'applicazione del paradigma della scommessa razionale è quella relativa all'accordo delle parti sull'oggetto del contratto.

In particolare, il dibattito, secondo un'impostazione - potremmo dire - ormai consolidata, si polarizza attorno al rilievo da attribuire agli elementi del cd. mark-to-market<sup>56</sup> e agli scenari probabilistici<sup>57</sup> con riferimento ai requisiti essenziali del contratto. L'evocata giurisprudenza milanese, muovendo da una prospettiva volta a ricostruire il fenomeno in chiave unitaria, aveva già preso esplicitamente posizione circa l'estraneità di questi elementi rispetto alla determinazione del contenuto dell'accordo<sup>58</sup>. Il tratto strutturale che accomune-

rebbe tutti i negozi derivati sarebbe difatti da ravvisarsi nel solo scambio di differenziali a scadenze prestabilite, sulla base di parametri fissati contrattualmente dalle parti, ragion per cui il contenuto del contratto non può che essere “muto” rispetto alla misura concreta dell'alea<sup>59</sup>.

La Corte di Cassazione rifugge, al contrario, da una costrizione del derivato entro un contenuto “tipico”, per indagare invece la non neutralità che i summenzionati elementi assumono in relazione alla misura qualitativa e quantitativa dell'alea. Il market-market corrisponde difatti ad una stima, di natura prospettica, del valore teorico assunto dal derivato ad una certa data; valore che diviene tuttavia effettivo – si “attualizza”, si dice - nelle ipotesi in cui il contratto si risolva prima della sua naturale scadenza, anche là dove venga sostituito da un nuovo negozio (definendosi, per l'appunto, anche “costo di sostituzione”). Così inteso, questo elemento corri-

<sup>56</sup> Il diritto positivo richiama la nozione di mark-to-market all'interno di due norme. Anzitutto, l'art. 203 TUF, ai fini dell'applicazione dell'art. 76 Lg. Fall., descrive questo elemento come costo di sostituzione degli strumenti finanziari derivati. Il codice civile prevede che nella nota integrativa del bilancio delle società per azioni debba essere indicato il fair value degli strumenti finanziari derivati, ossia il relativo prezzo di scambio degli stessi in transazioni con terzi indipendenti (art. 2427-bis, comma 1, n. 1 c.c.).

<sup>57</sup> La finanza quantitativa insegna che non esiste un modello univoco e non soggettivo per calcolare uno scenario in modo uniforme per i diversi mercati e per i diversi agenti sul mercato. Esistono taluni approcci che fanno uso della tecnica degli scenari probabilistici unicamente al fine di attribuire un prezzo ad uno strumento finanziario (cd. pricing) e che si definiscono pertanto “neutrali al rischio”, in quanto non rappresentano in alcun modo né la probabilità di accadimento di un evento futuro, né tantomeno la previsione di un certo andamento reale del mercato, quale la discesa o la salita di un tasso di interesse o del cambio fra due valute. Anche fra i modelli che fanno leva sull'utilizzo delle probabilità “reali” esistono tuttavia delle differenze di rilievo sostanziale, che conducono a risultati sensibilmente diversi fra loro in termini di probabilità sui singoli scenari, a seconda dei metodi matematici di riferimento, v., CONSOB, *Un approccio Risk-Based per la trasparenza dei prodotti di investimento non-equity*, Ufficio Analisi Quantitative, n. 63, aprile 2009; L. GIORDANO – G. SICILIANO, *Probabilità reali e probabilità neutrali al rischio nella stima del valore futuro degli strumenti derivati*, in *Quaderni di finanza*. Consob, 2013, n. 74.

<sup>58</sup> Se questa conclusione pare già emergere con evidenza nel periodare della Corte d'Appello (App. Milano, 3459/2013 cit.), ancora più esplicita è la ricostruzione delle motivazioni alla base del decusum che è stata fatta dal giudice estensore in un recente contributo, v., C. ROMANA RAINERI, *L'alea nella contrattualistica dei derivati OTC*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario*, cit., pag. 183, secondo cui “Avremmo potuto operare

sull'oggetto (ad es. ritenendolo privo di determinatezza/determinabilità nelle ipotesi in cui non siano esplicitati gli elementi di cui l'alea si compone). Ma, come acutamente evidenziato dalla dottrina (Maffei), esso è muto: è il semplice scambio di differenziali?”. L'identificazione dell'oggetto del derivato nello scambio di differenziali è sostenuta, principalmente da, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pag. 16 ss. Occorre sottolineare che l'indirizzo che ravvisa nello scambio di differenziali il tratto strutturale dei contratti derivati muove da una concezione di oggetto quale utilità economica che il contratto assicura o può assicurare alle parti. Senonché pare potersi leggere nell'indirizzo seguito dalla Corte d'Appello di Milano una certa qual “contaminazione” del problema dell'oggetto con quello della causa, ritenendo che siffatti elementi denotino il piano di una causa comune ai negozi derivati. E' noto che una certa corrente dottrina guarda infatti con un certo scetticismo alla distinzione fra siffatti elementi, v., R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, R. Sacco (a cura di), Torino, 2004, I, pag. 786; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, E. Gabrielli (a cura di), nel *Trattato dei contratti*, P. Rescigno – E. Gabrielli (a cura di), Torino, 2006, pag. 698; G. GITTI, *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto*, V. Roppo (a cura di), *Regolamento*, G. Vettori (a cura di), II, Milano, 2006, pag. 3.

<sup>59</sup> Secondo questo orientamento, l'oggetto del contratto derivato sarebbe da ritenersi determinabile anche solo a fronte della indicazione dei tassi parametro sulla cui base vengono determinate le prestazioni di ciascuna parte (cd. tasso cliente – tasso banca). Su questa linea, v., Collegio Arbitrale Milano, 23 settembre 2015 (Pres. Iudica, Comp. Carbonetti-Guzzetti), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, II, pag. 501, con nota di P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*; Corte App. Milano, Sez. III, 27 dicembre 2018, in *Le Società*, 2019, pag. 459 ss., con nota adesiva di R. NATOLI, *Ancora incertezze su mark-to-market e oggetto del contratto di interest rate swap*. Contra, App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, in *giust. civ.com*, con nota critica di L. VIGORITI, *Il mark to market come requisito essenziale del contratto di Interest Rate Swap*.





sponde ad una valutazione oggettiva di uno strumento che, poiché negoziato *over the counter*, non esplicita direttamente il suo valore attraverso il mercato. Di conseguenza, l'accordo delle parti, per potersi dire assunto razionalmente, non può che confluire sulla misura del mark-to-market<sup>60</sup>, soppesata alla luce delle probabilità di verifica di ciascuno scenario di mercato (scenari di probabilità) e dedotti i costi che, anche se impliciti, contraddistinguono il contratto per un iniziale squilibrio dell'alea.

### 3.2.1. Causa e scommessa.

In punto di individuazione della causa del contratto, il divario con il più volte menzionato indirizzo si fa persino più ampio.

Il dialogo si instaura, stavolta, con la prospettiva che identifica una “causa tipica” del contratto di swap, “comune a tutti i derivati”<sup>61</sup> - indipendentemente dallo scopo di copertura o speculativo -, nel timore di incentrare il giudizio di liceità della scommessa su una valutazione “sfuggente”<sup>62</sup> come quella della causa in concreto. La tesi è figlia – come noto – di un dibattito che pone l'accento sulla dimensione di “astrattezza” del derivato, per escludere la necessità di andare alla ricerca di un rapporto fondamentale che giustifichi causalmente – nonché esternamente – l'interesse perseguito attraverso lo scambio (ad es. un'esposizione debitoria in valuta estera da coprire). In breve, la causa comune ai derivati sarebbe da identificarsi nel puro e semplice scambio razionale di alee, a prescindere dalla con-

creta finalità per cui le parti conducono il detto scambio<sup>63</sup>.

L'opinione delle Sezioni Unite viene affidata, in questo caso, ad alcuni *obiter dicta*, che mettono in luce un approccio più maturo e più consapevole della natura del contratto di *interest rate swap*. L'analisi del profilo causale emerge difatti come momento valutativo a corredo di quanto già affermato in ordine alla misurabilità dell'alea e alla determinazione dell'oggetto contrattuale, senza assumere, tuttavia, il rilievo di vera e propria *regola iuris*.

Orbene, le Sezioni Unite paiono condurre siffatto giudizio lungo due direttrici di fondo.

In primo luogo, tale valutazione non può che riflettere la ponderazione degli interessi concretamente posti alla base dell'affare. Sebbene si tratti di strumenti che presentano, in astratto, una struttura causale ad impianto variabile, in concreto, essi devono comunque perseguire una funzione ben definita ed individuabile, pena la logica conseguenza di una invalidità per irrisolutezza di fondo della scommessa. In secondo luogo – e in conseguenza di quanto detto – il giudizio non può che presentare uno spettro di valutazione più ampio della sola struttura dei differenziali scambiati fra le parti, per abbracciare l'operazione posta in essere nel suo complesso<sup>64</sup>. In particolare, la logica di gestione del rischio finanziario che deve essere propria degli swap conclusi dagli enti locali può apprezzarsi unicamente alla luce del rapporto con l'entità di indebitamento sottostante e dei parametri presi a riferimento dalle parti per la determinazione dei pagamenti differenziali. Si badi tuttavia al fatto che questo giudizio non comporta, nel *dictum* delle Sezioni Unite, un ritorno all'artificiosa alternativa fra derivati di copertura e derivati speculativi<sup>65</sup>; bensì, la

<sup>60</sup> Sebbene la Corte non lo espliciti, esistono criteri differenti per la valutazione del mark-to-market, dall'applicazione dei quali discendono risultati anche sensibilmente diversi fra loro in termini di valore dello strumento. Orbene, in ottica civilistica, pare potersi affermare che le Sezioni Unite non attribuiscono alcuna preferenza all'utilizzo di taluni criteri di valutazione piuttosto che di altri. Il punto risiede difatti nel non attribuire una discrezionalità “cieca” alla parte predisponente il contratto, imponendogli di esplicitare quelli che, fra i diversi criteri riconosciuti dalla matematica finanziaria, sono stati adottati per la costruzione del concreto strumento. Quest'obbligo si giustifica così in relazione alla necessità di rendere consapevole l'ente di ogni profilo di aleatorietà del rapporto, permettendogli di stimare in prima persona il valore del derivato secondo criteri ex ante certi. Nello stesso senso, E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pag. 463-464.; nonché G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pag. 19.

<sup>61</sup> C. ROMANA RAINERI, *L'alea nella contrattualistica dei derivati OTC*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario*, cit., pag. 183.

<sup>62</sup> App. Milano, 3459/2013 cit., punto 3.

<sup>63</sup> Sul punto, nota è la posizione di D. MAFFEIS, *Trasparenza e spessore del mercato dei derivati*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., pag. 164-165, secondo cui “Nella scommessa finanziaria, il contraente non acquista un bene, bensì assume un'alea”.

<sup>64</sup> I primi commentatori parlano, difatti, di un giudizio che può esprimersi unicamente sulla “fattispecie completa”, corredata dal sottostante sul quale il derivato è costruito, v., A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, editoriale in *dirittobancario.it*, 25 giugno 2020.

<sup>65</sup> Sul punto, condivisibilmente, v., G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., pag. 114. La possibile rilevanza applicativa della distinzione fra funzione di “copertura” (hedging) e funzione di “speculazione” (speculation) è questione ampiamente dibattuta in letteratura. V., per una summa delle posizioni, D. IMBRUGLIA, *La creazione razionale dell'alea nei derivati OTC e la nullità dello Swap per vizio di causa*, cit., pag. 341-342. La giurisprudenza recente attribuisce, a sua volta, rilievo a siffatta distinzione in sede di valutazione di meritevolezza dell'interest rate swap. È nota, in parti-

### 3.3. Conclusioni in punto di rimedi. Lo swap dell'ente locale "senza numeri e aggettivi".

Il *decisum* delle Sezioni Unite muove, come si è detto, da una concezione dello swap dell'ente locale come scommessa autorizzata e razionale. Questo impianto - al di là della condivisibilità o meno dei suoi presupposti fondanti - induce ad alcune considerazioni in punto di costruzione dei rimedi. In particolare, l'ascrizione dell'IRS alla categoria dei contratti aleatori costituisce, già di per sé, una chiara presa di posizione in ordine alle conseguenze derivanti dalla mancata esplicitazione di mark-to-market e scenari probabilistici. Questo passaggio è fondamentale e richiede, pertanto, di essere analizzato con attenzione.

La pronuncia a Sezioni Unite tra le sue conclusioni in modo del tutto coerente con le premesse, richiamandosi all'indirizzo seguito dalla nota "regola Rordorf"<sup>66</sup>, la quale, come si è acutamente osservato, non esclude che il rimedio della nullità di un contratto finanziario possa sorgere in dipendenza di un vizio legato ad un'informazione incompleta od inadeguata, "sempre che detta informazione sia però trasfusa nella struttura della fattispecie"<sup>67</sup>. Potrebbe obiettarsi, al più, che una contrattualizzazione dell'informazione "aggiri", di fatto, il distinguo fra regole di condotta e regole di validità, determinando l'invalidità di un negozio per un vizio che investirebbe, più direttamente, la fase precontrattuale, in quanto vi è una mancata condivisione da parte dell'intermediario del patrimonio infor-

colare, la recente presa di posizione della giurisprudenza di legittimità, v., Cassazione civile, sez. I, 31 Luglio 2017, n. 19013, cit.

<sup>66</sup> V., Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724-26725, in *Il Foro It.*, 2008, I, c. 783; in *Contratti*, 2008, pag. 221. In questo senso anche, S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, pag. 130

<sup>67</sup> S. PAGLIANTINI, *Ancora sulla "saga" dei derivati*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, cit., pag. 112 - 113. Secondo l'A., l'orientamento che include le informazioni sulla misura del rischio all'interno della struttura del contratto tratta il derivato sconveniente come un problema di "intrasparenza economica della *lex contractus*".

mativo in suo possesso<sup>68</sup>. Senonché, questa critica muove dal rispetto di una distinzione - quella fra diritto contrattuale e diritto dei mercati finanziari - che, una volta definito l'IRS un "contratto che crea uno strumento finanziario", pare svuotarsi di ogni sua ragion d'essere<sup>69</sup>.

La tenuta della "regola" - dicevamo - non viene intaccata dalla pronuncia, che la riafferma anzi in modo netto.

Così intesa, l'alea del contratto esce difatti dal microcosmo della responsabilità dell'intermediario per omessa informazione (sui costi impliciti e sul rischio), per accedere a quello degli elementi essenziali del contratto. La disciplina del contratto aleatorio impone che il negozio espliciti gli elementi attraverso i quali sia possibile stabilire *ex ante* la ricorrenza effettiva di un'alea nello scambio, la cui mancanza priva il regolamento contrattuale del suo oggetto e della sua causa<sup>70</sup>. Mark-to-market e scenari di probabilità assumono così non più il ruolo di mera informazione dovuta all'investitore ai sensi dell'art. 21 TUF, bensì di oggetto tipico del contratto, indicando, l'uno, la misura quantitativa, l'altro, la determinazione qualitativa della distribuzione del

<sup>68</sup> In questo senso si è pronunciato, L. PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2015, pag. 274 ss.

<sup>69</sup> L'affermazione è di particolare evidenza per quanto riguarda gli strumenti derivati OTC, v., P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, cit., pag. 194. La conferma è data dalla stessa giurisprudenza, secondo cui "la stipulazione di un contratto derivato, a differenza del mero scambio di azioni o titoli, costituisce ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, cioè di un'autonoma entità finanziaria", v., Trib. Milano, 19 aprile 2011, n. 5443, in *ilcaso.it*.

<sup>70</sup> Il punto è già noto, da tempo, in dottrina. Vi è difatti chi ha parlato dell'alea come "un problema interessante che può incidere sia sulla causa che sul tipo", v., G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968, pag. 358, nota 27; chi del rischio come "oggetto del contratto aleatorio", v., A. BOSELLI, *Le obbligazioni fondamentali nel contratto aleatorio*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1949, pag. 596; chi considera, invece, l'alea come "un particolare criterio di misura della prestazione", v., T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1958, I, pag. 441. Ancora, la giurisprudenza ha chiarito che l'alea "viene ad incidere sulla stessa causa del negozio e sul suo oggetto, assumendo il valore di un elemento essenziale", Cass., Sez. Un., 16 giugno 1981, n. 3092, in *Foro.it*, 1982, I, c. 477. In quest'ottica, l'impostazione che più convince è quella che ascrive l'alea tanto alla dimensione strutturale del contratto (sulla determinazione, cioè, delle prestazioni dovute), quanto su quella funzionale, v., G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, cit., pag. 119, 149; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964.



rischio fra le parti<sup>71</sup>. Il discorso assume – giocoforza – un valore particolarmente pregnante in un contesto come quello della finanza pubblica, in cui la determinabilità dell’oggetto della scommessa si presta non solo a rispondere ad uno scopo di razionale esposizione all’incertezza degli impegni assunti, ma anche di limite all’assunzione stessa di un rischio. Impostato così il discorso, la Corte non ha bisogno di ricercare il rimedio nella disciplina della intermediazione finanziaria, trattandosi di una necessità che è intrinseca al contratto aleatorio e la cui mancanza importa nullità strutturale del contratto per indeterminabilità dell’oggetto (art. 1346 c.c.).

Parafrasando, è nulla la scommessa fatta dall’ente locale per il tramite di un contratto di scambio “senza numeri” – poiché privo di criteri che esplicitino il riparto del rischio e dell’alea - e “aggettivi” – in quanto non autorizzata e non razionale<sup>72</sup>.

#### 4. Critica. Il dialogo evolutivo della giurisprudenza.

Nel corso della trattazione si è più volte cercato di far emergere il *fil rouge* che lega il trittico di sentenze sulla dimensione contrattuale dello swap, instaurando fra loro una sorta di dialogo “evolutivo”: *i*) definizione della regola (2007), *ii*) adozione del paradigma della scommessa (2013) e, infine, *iii*) riconoscimento delle conseguenze di siffatta qualificazione in ordine agli elementi essenziali del negozio (2020). È un percorso accidentato, che non sempre ha riscosso consensi unanimi tanto in dottrina, quanto in giurisprudenza. È inoltre un percorso che, muovendo dalla qualificazione dello swap come contratto aleatorio - della *species* della scommessa legale autorizzata - ha portato alla progressiva svalutazione del distinguo tra operazioni di copertura e operazioni speculative, tanto sotto il profilo soggettivo (dell’intento che muove ciascuna parte), quanto sotto quello oggettivo (di come si struttura il contratto per effetto delle clausole apposte al regolamento).

##### 4.1. Pars destruens. IRS e scommessa.

<sup>71</sup> In questo senso si è pronunciato anche Coll. Arb. Milano, 4 luglio 2013, Pres. Marchetti, Comp. Ferrarini, Girino, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, II, pag. 220, con nota di A. TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell’alea e determinabilità dell’oggetto*.

<sup>72</sup> Il tributo di definizione va allo scritto di G. VETTORI, *Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l’impresa debole*, in questa rivista, 2012, pag. 10 ss.

Ebbene, la concezione di swap come scommessa autorizzata avente causa nella creazione artificiale di un’alea bilaterale e razionale non convince, almeno sotto due diversi punti di vista.

Anzitutto, la prassi finanziaria mostra che esistono due modalità di operazioni di *interest rate swap*, distinte in relazione al rapporto con l’entità sottostante. In una prima, può effettivamente dirsi che le parti “creano” artificialmente un rischio attraverso la regolazione di uno scambio differenziale, là dove esse assumano una posizione aleatoria in modo del tutto indipendente dall’esistenza di un’attività finanziaria sottostante da gestire<sup>73</sup>. Queste operazioni sono poco frequenti nei rapporti fra intermediari e clientela non bancaria, tantomeno in quelli che coinvolgono enti locali: la conclusione di derivati in assenza di una esposizione da gestire, giova ribadirlo, contrasta radicalmente con la normativa sulla finanza delle amministrazioni locali. Vi sono poi operazioni in cui il derivato nasce per gestire una situazione di indebitamento e l’esposizione di una o, più verosimilmente, di entrambe le parti all’andamento di un mercato<sup>74</sup>. In queste ipotesi, l’alea non può dirsi creata artificialmente con la conclusione dell’IRS, poiché lo strumento derivato

<sup>73</sup> L’utilizzo della struttura contrattuale dello swap consente all’investitore di assumere una posizione di mercato senza necessità di acquistare direttamente l’asset sottostante. Questa caratteristica dello swap, e dei derivati in genere, permette di realizzare una pluralità di strategie di investimento anche al di fuori delle sedi regolamentate di mercato. Nutrendo aspettative opposte sul possibile andamento futuro di una valuta, di un tasso, di una merce o di un corso azionario, le parti possono accordarsi per scambiare fra loro flussi finanziari assumendo “artificialmente” un rischio, ossia senza che vi sia alla base una posizione corrispondente da proteggere. Il notissimo caso *Hazell v Hammersmith and Fulham*, cit., ha ad esempio per oggetto un’operazione di swap conclusa da un ente locale con un intermediario al solo fine di speculare sulla variazione dei tassi di interesse, senza che vi sia alcun legame con un rischio precedentemente assunto da gestire.

<sup>74</sup> L’altra faccia del negozio derivato consiste, per l’appunto, nella realizzazione di strategie di risk management. Di regola, questa funzione è realizzata correlando la costruzione dello strumento all’attività finanziaria che espone una o entrambe le parti ad un rischio di variazione di mercato: ove l’asset sottostante registri delle perdite, la logica dello swap è quella di andarle a compensare attraverso la produzione di flussi positivi. È il caso, ad esempio, di un imprenditore che percepisce la maggior parte dei propri proventi in valuta estera e che, al fine di scongiurare il rischio di diminuzioni di valore del cambio con la valuta nazionale, conclude un currency swap ricevendo flussi positivi in ipotesi di andamento negativo del rapporto fra le due valute. Questo effetto è possibile poiché lo swap è un “*financial product which both create risk and take advantage of risk for speculative purposes*”, A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., pag. 133.

mira a gestire un rischio di cui perlomeno una delle parti sia già titolare. In questo senso, lo swap, pur trattandosi tecnicamente di un'operazione astratta, non può prescindere dalla considerazione della situazione complessiva ad esso sottostante, che lo giustifica causalmente e gli attribuisce il senso che le parti gli hanno inteso imprimere. Di tal ché, l'impostazione del contratto come scommessa razionale autorizzata andrebbe a cogliere solo una minima parte di un fenomeno ben più ampio.

In secondo luogo, il paradigma della scommessa razionale non corrisponde con evidenza al modello che ha ispirato la *ratio* della legislazione sull'intermediazione finanziaria. Un'assunzione consapevole e razionale di un rischio, anche ove sia corredata dall'esplicitazione di elementi come il mark-to-market e gli scenari probabilistici, non esaurisce comunque il perimetro di rilevanza giuridica di un fenomeno fortemente regolato. L'analisi del dato positivo rivela difatti che il legislatore, specie quello euro-unitario, non attribuisce rilevanza al rischio unicamente nella prospettiva della trasparenza, ma limita il perimetro dell'autonomia negoziale nell'assunzione di rischi di natura finanziaria. Molteplici sono difatti le previsioni che, nella legislazione di settore, impongono la necessaria sussistenza di una relazione di adeguatezza (cd. *suitability*) fra il bene o servizio proposto dall'intermediario e il profilo specifico del cliente cui esso è indirizzato<sup>75</sup>. Ciò vale a dire che il professionista non può limitarsi a vendere un prodotto alla controparte, ma deve altresì suggerirgli quello che, alla luce delle

<sup>75</sup> Il paradigma dell'adeguatezza, è noto, mira ad offrire una garanzia al cliente per cui il professionista suggerirà esclusivamente operazioni – di credito, di investimento, di assicurazione – che risultino in linea con il profilo soggettivo del cliente. La tutela sul modello dell'adeguatezza è stata oggetto di studio, trasversalmente ai diversi settori dell'intermediazione finanziaria da R. NATOLI, *Il contratto «adeguato». La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012. Nell'ambito dell'intermediazione creditizia, v., T. RUMI, *Profili privatistici della nuova disciplina sul credito relativo agli immobili residenziali*, in *I contratti*, 2015, pag. 70 ss.; Y. M. ATAMER, *Duty of Responsible Lending: Should the European Union Take Action?*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, S. GRUNDMANN – Y. M. ATAMER (a cura di), The Netherlands, 2011, pag. 179 ss. In ambito di investimento mobiliare, v., F. DELLA NEGRA, *MIFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rule*, Oxford, 2019; M. W. WALLINGA, *Eu investor protection regulation and private law*, Groningen, 2018; D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017. In ambito assicurativo, I. SABBATELLI, *Adeguatezza e regole di comportamento dopo il recepimento della Direttiva IDD*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, pag. 203 ss.; S. LANDINI, *Appropriatezza, adeguatezza e meritevolezza dei contratti di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 2017, pag. 39 ss.

esigenze e degli obiettivi specifici del cliente, risulti a lui più adatto. La regola fa così leva su di una ri-configurazione totale del rapporto fra le parti: da un'ottica in cui vi era un vincitore ed un vinto (scommessa), ad una di cooperazione fra le parti, ossia di realizzazione del miglior risultato utile per il cliente.

#### 4.2. Pars construens. IRS e gestione del rischio.

Se così è, occorre dunque ripensare al parametro adottato per la qualificazione del contratto di *interest rate swap*.

Si è dell'impressione che durante questo percorso – vuoi anche in ragione del solido appiglio offerto dall'avviato dibattito sul tema – si sia trascurato di attribuire la dovuta centralità all'elemento che conferisce, invero, il tratto più caratterizzante della vicenda in esame e che la qualifica rispetto alle altre figure cui è stata assimilata (la scommessa, l'assicurazione, il credito etc.): quello del rischio finanziario e della sua gestione. Siffatto profilo, a ben vedere, trova comunque un suo spazio all'interno del periodare della giurisprudenza che, con le richiamate decisioni, ricostruisce variamente la funzione dello swap, talvolta come di “stabilizzazione del rischio”<sup>76</sup>, altra volta di “negoziazione”<sup>77</sup>, ovvero di “monetizzazione”<sup>78</sup> del rischio. Sennonché, in nessuna di esse l'elemento della gestione del rischio rappresenta il fulcro effettivo attorno al quale il giudice conduce la valutazione dell'operazione di swap, prediligendo invece la ricostruzione di tale fattispecie come “scommessa razionale autorizzata”.

La tendenza a leggere un fenomeno “alieno” secondo i tipi e le strutture conosciute induce l'interprete a trascurare elementi che connotano, invece, lo swap come operazione con caratteristiche proprie<sup>79</sup>. In particolare, si è dell'avviso per cui

<sup>76</sup> Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 – 26725 cit.

<sup>77</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459 cit.

<sup>78</sup> Sez. Un., 12 maggio 2020, n. 8770 cit.

<sup>79</sup> Le radici di questo approccio affondano nella teorica più risalente della civilistica italiana. Lo stesso Betti era dell'opinione che il sorgere di nuovi tipi contrattuali richiedesse il lento sedimentarsi dei mutamenti sociali, v., E. BETTI, *La tipicità dei negozi giuridici romani e la cosiddetta atipicità del diritto odierno*, in AA. VV., *Annali della Facoltà Giuridica*, Università di Macerata, Napoli, 1966, I, pag. 355 ss. Questa lettura ha prodotto una profonda influenza negli interpreti nel corso del '900, tradottasi nella tendenza a ricondurre ogni contratto ad un tipo conosciuto, ovvero alla combinazione di più tipi normativi. Tuttavia, nel pensiero dell'A. non era estranea la concezione per cui, qualora una data struttura negoziale corrispondesse al





l'elemento della gestione del rischio - da intendersi come trasferimento o condivisione fra le parti di una esposizione alle variazioni nella quotazione di tassi di cambio, tassi di interesse, mercati azionari ovvero merci<sup>80</sup> - sia di per sé sufficiente a qualificare causalmente la figura, in quanto corrisponde ad un'esigenza contraddistinta da una sua piena autonomia, non veicolabile dagli altri tipi contrattuali, come l'assicurazione e la scommessa.

Con due conseguenze di rilievo.

In primo luogo, verrebbe ad estendersi il raggio della valutazione, dal singolo regolamento contrattuale all'operazione nel suo complesso. Quando siano direttamente le parti (ad es., associando uno swap su tasso di interesse ad un mutuo), ovvero la legge (come nel caso degli enti locali) a stabilire un legame fra il contratto di swap e la posizione finanziaria sottostante, non vi è difatti ragione per limitare il perimetro di valutazione alla sola struttura di scambio di pagamenti differenziali, sulla scorta della "astrattezza" del contratto di IRS. Il reale fulcro di una operazione, come quella di swap su tasso di interesse realizzata dagli enti locali, risiede nel legame costituito fra la struttura dei pagamenti differenziali, il parametro finanziario di indicizzazione delle prestazioni e l'asset sottostante di riferimento. Legame di cui l'interprete non può che tener conto per far emergere l'interesse finanziario sotteso alla conclusione del negozio.

Ancora, l'adozione del paradigma del contratto di gestione del rischio impone altresì di rivalutare il profilo di validità dell'IRS alla luce dei limiti che il diritto positivo detta all'assunzione di un rischio finanziario da parte dell'ente locale<sup>81</sup>. Se lo swap è

contratto di gestione del rischio, la sua idoneità sul piano causale deve essere misurata non tanto e non solo alla luce dell'effettiva consapevolezza del rischio finanziario cui ciascuna parte è esposta, quanto piuttosto dell'adeguatezza dello strumento concretamente confezionato rispetto ai fini e alle competenze proprie dell'ente locale nella gestione delle risorse pubbliche. Si tratta di una valutazione da condurre sul piano oggettivo e secondo un criterio *ex ante* che, se in ambito del diritto dei privati trova un diretto riferimento nella disciplina dell'intermediazione finanziaria (art. 21, TUF), nel contesto della finanza locale, può comunque ricavarsi dal principio generale che fa divieto di condurre operazioni di carattere speculativo<sup>82</sup>. Invero, la logica sottesa alla richiamata legislazione non può essere quella di consentire una assunzione indiscriminata di rischi, purché razionale e consapevole: quanto, invece, quella di limitare l'esplicitarsi dell'autonomia privata verso l'adozione di strumenti che, ancorché dotati "di piena razionalità mercantile", risultino in fin dei conti "lesivi di interessi economici generali"<sup>83</sup>.

soddisfacimento di una "esigenza durevole della vita di relazione", anche un contratto "nuovo" potesse essere considerato "tipico", v., E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, 2° ed., Napoli, 1994, pag. 193. Sul fenomeno si veda più ampiamente, A. GAROFALO, *Fisiologia e patologia della causa contrattuale. Profili generali e applicazioni specifiche*, in *L'attualità del pensiero di Emilio Betti a cinquant'anni dalla scomparsa*, G. PERLINGIERI - L. RUGGIERI (a cura di), Camerino - Napoli, 2019, II, pag. 695 ss.

<sup>80</sup> In senso analogo, G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., pag. 182.

<sup>81</sup> L'adozione del paradigma del contratto di gestione del rischio impone di valutare con attenzione la posizione dell'intermediario bancario. La banca, è noto, mediante la conclusione di un derivato over the counter assume una posizione con tratti di ambivalenza. Da un lato, essa ricopre il ruolo di mandataria del cliente, adempiendo ad un cd. "ufficio di diritto privato", che presuppone la doverosità di una azione a tutela di un interesse altrui, cui la comunità giuridica attribuisce valenza generale, v., sulla figura, A. CANDIAN, *Del cd. "ufficio privato" e, in particolare, dell'esecutore testamentario*, in *Temi*, 1952, pag. 383 ss. Dall'altro, l'assunzione di una posizione inversa a quella del cliente reca con sé "un naturale stato di conflittuali-

tà", consistente nell'assommarsi della posizione di consulente a quella di offerente e produttore dello strumento stesso, v., Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *dirittobancario.it*. La qualifica dell'operazione di swap alla stregua di una "scommessa" pare, in questo senso, ridurre in modo eccessivo la complessità della vicenda: equiparando difatti l'IRS ad una scommessa sull'andamento di tassi, sarebbe inevitabile concludere che la banca ha interesse alla massima perdita possibile del cliente, poiché ciò corrisponde al suo profitto. Al contrario, la qualificazione dello swap come contratto di gestione del rischio risulta più aderente non solo alla figura "normativa" dello swap, ma anche alla realtà dei traffici commerciali: attraverso operazioni di controparte, gli intermediari finanziari trasferiscono difatti le proprie posizioni ad altri operatori di mercato, evitando così di correlare i propri profitti alle perdite del cliente, v., il recente commento di A. PERRONE, *La Cassazione e i derivati. Una sentenza da maneggiare con cura*, in *Il Sole 24 Ore*, 29 maggio 2020. V., per una analoga critica nella esperienza tedesca, M. ZOLLER, *(Keine) Aufklärungspflicht anlageberatender Banken über den negativen Marktwert bei Swap-Verträgen?*, in *NJW*, 2015, pag. 2220. Di conseguenza, la riqualificazione dell'operazione di swap nei termini anzidetti convoglia l'attenzione sull'elemento centrale per valutarne la liceità: la corrispondenza di quel contratto alla realizzazione degli obiettivi di gestione del rischio da parte del cliente.

<sup>82</sup> Questo principio emerge, nel periodare della Corte, dal combinato disposto fra art. 41, Lg. 448/2001, art. 30, comma 15, Lg. 289/2002, art. 62, comma 10, D. Lgs. 112/2008 e Corte Cost. n. 52 del 2010.

<sup>83</sup> Il punto della critica al concetto di razionalità è espresso con particolare efficacia da M. LIBERTINI, *Note di lettura: Alla ricerca del «derivato» di C. Angelici*, in *Oss. del dir. civ. e comm.*, 2017, pag. 177.