



# CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica  
<https://rivista.camminodiritto.it>



## **LO SWAP E LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE: LUCI ED OMBRE DI UN RAPPORTO FUORI DAL COMUNE**

*La L. n. 147 del 2013 ha previsto che, salvo eccezioni, l'accesso ai derivati è precluso a pena di nullità agli enti locali. Le Sezioni Unite con la recente sentenza n. 8770/2020 hanno stabilito che sulla base della disciplina vigente fino al 2013 e della distinzione tra i derivati di copertura e i derivati speculativi l'ente locale in questione era legittimato a stipulare solamente i derivati di copertura.*

di **Angela Cuofano**

IUS/01 - DIRITTO PRIVATO

Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Direttore responsabile

**Raffaele Giaquinto**

Publicato, Venerdì 29 Maggio 2020

**Sommario:** 1. Premessa; 2. I contratti derivati; 3. Gli swap e la Pubblica Amministrazione: Il caso e i quesiti di diritto posti dalla Prima Sezione; 3.1 Le argomentazioni delle Sezioni Unite; 3.2 Il principio di diritto; 4. Conclusioni

## 1. Premessa

Con la sentenza in commento, le Sezioni Unite intendono prendere una decisa posizione sui rapporti che intercorrono tra contratti derivati ed enti locali, avvalendosi di argomentazioni che possono essere utilizzate anche riguardo ai rapporti conclusi con privati.

Le Sezioni Unite, con un lungo e articolato iter motivazionale, ripercorrono la storia di tali contratti, le loro problematiche, per poi soffermarsi sulle specifiche questioni oggetto di attenzione.

## 2. I contratti derivati

I contratti derivati si definiscono tali in quanto il loro valore dipende da una entità variabile, un'attività che può essere finanziaria o reale. Si caratterizzano per riguardare i contratti a prestazioni corrispettive.

Si possono suddividere in tre tipologie:

I futures: le parti prendono in considerazione un'entità variabile e stabiliscono che il verso in cui muta detta entità variabile determina la parte che è tenuta al pagamento nei confronti dell'altra. Ne costituiscono esempi gli investimenti sull'andamento climatico. Gli options: ricalcano lo schema della causa assicurativa. Una parte corrisponde all'altra il pagamento di un premio e l'altra si obbliga al pagamento di un indennizzo qualora dovesse verificarsi il rischio oggetto dell'option. Si pensi all'investimento in una società che inizia la sua attività e che dunque non si sa se tale attività sarà o meno redditizia. In questo caso, dunque, vi è una riduzione del rischio. Gli swap: le parti basano il loro contratto su due entità variabili ovvero una variabile o una fissa in base alle quali, entro un dato termine, il loro andamento deciderà quale delle due parti sarà debitrice. Si pensi a due contraenti che investano in due società forti che non possono fallire. Deciso il termine di un anno, risulterà debitore il contraente che in un anno ha guadagnato meno. I contratti derivati possono avere funzione di copertura o speculativa. Si definiscono di copertura quando oggetto del contratto è un rischio effettivo o esistente. In questo caso lo schema contrattuale è riconducibile alla permuta perché le parti si scambiano due rischi oppure,

nel caso dell' options, al contratto di assicurazione(1).

La funzione speculativa sopravviene invece quando il rischio oggetto del derivato è meramente fittizio. Viene meno, in questo caso, la logica mercantilistica. Difettando lo scambio l'operazione potrà essere assimilata alla donazione o alla scommessa.

La scelta di ricondurre tali contratti a scommesse non è chiarificatrice dato che lo stesso Legislatore ha nei confronti di questo tipo di contratti un atteggiamento ambivalente. Ci sono infatti tipi di scommesse autorizzate, tollerate o vietate.

L'art 23 comma 5 del TUF interviene sul punto stabilendo come ai contratti derivati non possa applicarsi l'art. 1933 cc che riguarda giochi e scommesse, etichettandoli come obbligazioni naturali.

Data tale presa di posizione dottrina e giurisprudenza hanno discusso circa la sua applicabilità, dando origine nello specifico a tre tesi.

La prima sostiene che tale norma, parlando indistintamente di derivati si applica sia a quelli con finalità di copertura che speculativa. Pertanto, in entrambi i casi i derivati sono autorizzati e l'ordinamento riconduce a ciascuno di essi una specifica azione.

La seconda tesi vuole che, anche se la norma discorre genericamente di derivati, essa in realtà si applichi ai soli derivati di copertura, conseguentemente non coperti dall'art. 1933 cc.

Per i derivati con funzione speculativa, invece, la norma trova riscontro, essendo considerati alla stregua di obbligazioni naturali.

Per la terza tesi, invece, i contratti meramente speculativi sarebbero nulli in quanto immettono nel mercato una logica di azzardo, perciò differenziandosi dalle scommesse che non coinvolgono fasce estese di risparmiatori.

In quest'ottica va chiarito che il contratto di swap è un contratto aleatorio sia quando sia concluso a fini speculativi, sia quando concluso a fini di copertura(2) (3).

### **3. Gli swap e la Pubblica Amministrazione: il caso e i quesiti di diritto posti dalla Prima Sezione**

La questione sottoposta all'attenzione della Suprema Corte involge la possibilità per gli enti pubblici, segnatamente quelli locali come i Comuni, di porre in essere contratti derivati, in particolare gli IRS.

Nel caso di specie venivano stipulati dalla BNL verso il Comune di Cattolica tre contratti di Interest Rate Swap (da adesso, per brevità IRS) fra il 2002 e il 2004, due dei quali con clausola upfront.

La querelle riguarda la loro validità, posto che la normativa del 2008 ha vietato agli enti pubblici di ricorrere a tali strumenti, se non in casi eccezionali.

In particolare due sono gli interrogativi posti alle Sezioni Unite:

Se lo swap, segnatamente quello con upfront, possa costituire indebitamento per spese diverse dall'investimento (art. 30, comma 15, l. 289 del 2002); Se la stipula dello stesso rientri o meno nella competenza del Consiglio Comunale in base all'art. 42 comma 2, lett. i, TUEL. **3.1 Le argomentazioni delle Sezioni Unite**

In primo luogo va detto che l'IRS rappresentano l'ipotesi tipica di swap in cui le parti si scambiano flussi di pagamento a date certe, individuano una somma di denaro, un tasso fisso e un tasso variabile, accordandosi per scambiarsi ad un certa data l'importo che deriverà dall'applicazione di quel tasso fisso per una e di quel tasso variabile per l'altra. Attraverso questo meccanismo le parti possono realizzare diverse finalità. Si pensi alla copertura dei rischi finanziari. E' anche possibile che sia utilizzato a fini speculativi perché le parti vogliono lucrare sull'accordo.

Ciò è stato ritenuto possibile dalla Cassazione, già nel 2017(4).

Configurandosi in tal modo un vanilla swap, le Sezioni Unite - nella pronuncia in commento - chiariscono che tale strumento viene realizzato sartorialmente dalle parti per rispondere a loro specifici interessi.

Dando per scontato quanto prima chiarito sulla relazione con la disciplina di gioco e scommessa, la Cassazione chiarisce che tali contratti non sarebbero in alcun modo assimilabili all'IRS per due ordini di ragioni.

In primo luogo perché tali strumenti possono essere configurati solo da soggetti autorizzati, stante la loro rilevanza internazionale. In secondo luogo va considerato che la

loro causa concreta è la monetizzazione di un rischio finanziario che può anche non appartenere alle parti, concernendo differenziali calcolate su flussi di denaro che si formano in un dato termine e sono espressione di una logica probabilistica.

Per tali caratteristiche peculiari, tale contratto deve essere esaminato anche con riguardo al vaglio di meritevolezza ex art. 1322 cc.

Gli Ermellini affermano che tale contratto è meritevole di tutela quando sussiste un accordo sulla misura dell'alea che va valutata in maniera scientifica, avendo riguardo di tutti gli elementi elencati nel TUF che devono essere considerati e au.

Con il TUF, infatti, il Legislatore ha voluto espressamente autorizzare delle scommesse razionali che hanno un'utilità sociale. Si deve allora calcolare il valore del contratto attraverso il meccanismo del mark to marked. E' un procedimento complesso in base al quale si fotografa il valore di uno specifico derivato in un dato momento storico.

Secondo la Cassazione ciò non è sufficiente, ma bisogna valutare tutta l'alea tenendo conto degli scenari probabilistici che hanno spinto le parti ad agire. Considerando questi dati, si arriva a valutare i costi impliciti dell'operazione, dati gli obblighi informativi che gravano sull'investitore.

Tale soggetto è infatti considerato quale mandatario dell'investitore e può, solo per questo, essere anche protagonista di un conflitto di interessi. Può infatti accadere che l'intermediario sia anche il soggetto che sta contraendo.

Ciò si rende necessario poiché tali strumenti permettono di conoscere la causa concreta di quello specifico derivato, carpandone la funzione.

La volontà delle parti non diventa quindi dirimente, essendo contratti a causa variabile che rilevano la loro finalità in base alla presenza o meno di varie caratteristiche. Si comprende quindi se il contratto sia finalità di copertura o speculativa. Se questi elementi non sono conosciuti, il contratto sarà quindi, in tale ottica, nullo.

A queste condizioni è facile notare come tale contratto sia di regola squilibrato e viene riposto in equilibrio attraverso l'apposizione di una specifica clausola di upfront secondo la quale l'investitore più forte al momento della stipula del contratto deve corrispondere una somma alla parte svantaggiata

Venendo ora ai due quesiti posti dalla Prima Sezione, è utile in primo luogo richiamare l'iter legislativo che ha riguardato il rapporto fra enti locali e swap.

Preliminarmente va chiarito che gli enti locali potevano prima del 2013 fare ricorso agli swap per diversi fini, compreso quello di rinegoziare il mutuo. La Banca poteva intervenire dettando condizioni che, con il trascorrere del tempo, potevano rivelarsi svantaggiose per l'ente. La storia dello swap nasce con L. n. 724 del 1994, art. 35, art. 2 del Regolamento di attuazione n. 420 del 1996 che dava agli enti locali la possibilità di costituire currency swap.

Successivamente interviene in tale quadro normativo la L. n. 448 del 2001, art. 41 grazie alla quale gli enti locali possono emettere titoli obbligazionari (contrarre mutui) con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza - cd. titoli bullet - previa costituzione di un fondo di ammortamento del debito o conclusione di swaps per l'ammortamento del debito (comma 2, previsione poi abrogata dal D.L. n. 112 del 2008, art. 62, comma 10, come modificato dalla L. n. 203 del 2008, art. 3), il tutto sottoposto ad un potere di coordinamento finanziario in capo al Ministero dell'economia e delle finanze.

In particolare, il legislatore del 2001 ha imposto un fondo di ammortamento o un amortizing swap, cioè uno swap che costringesse l'ente pubblico ad effettuare pagamenti alla controparte dello swap in una misura per cd. equivalente ad un ipotetico piano di ammortamento del debito contratto dall'ente medesimo e, comunque, richiede, contestualmente, la convenienza economica dell'operazione. Si è fatto notare come il legislatore abbia in fatto prescritto all'ente pubblico di guadagnare senza rischiare, il tutto all'interno del mercato dell'intermediazione finanziaria dove, connaturata all'operazione, è l'alea di rischio. Due dei tre contratti in esame sono stati stipulati sotto il vigore di questa normativa mentre l'ultimo, datato 2004, è stato posto in essere dopo che il Mef ha elencato le operazioni vietate e quelle permesse agli enti pubblici. Di fatto ha consentito il solo plain vanilla.

La Finanziaria 2008 ha rafforzato le esigenze di trasparenza con la L. n. 147 del 2013, art. 1, comma 572 (legge di stabilità per il 2014), che ha modificato l'art. 62, comma 10, D.L. 112/2008 che ha vietato all'ente di stipulare forme di contratti derivati.

La Cassazione ha poi ricordato come sull'articolo in commento sia stata avanzata questione di legittimità costituzionale per contrasto con gli artt. 70 e 77 Cost.

Pronunciandosi sulla questione la Corte Costituzionale ha chiarito che la funzione dell'art. 62 è quella di evitare che l'ente, perseguendo una pubblica finalità, si sobbarcasse alee

non in linea con quest' ultima.

La L. n. 147 del 2013 (la cd. legge di stabilità per il 2014) recepisce quanto statuto dal Giudice delle Leggi, stabilendo che, salvo eccezioni, l'accesso ai derivati è precluso (a pena di nullità eccepibile dal solo ente) agli enti locali. I contratti eventualmente stipulati devono rispettare precisi obblighi informativi con conoscenza dei rischi e delle caratteristiche del derivato.

Dopo tale excursus le Sezioni Unite chiariscono che l'attuale regolamentazione è soddisfacente, permeando dubbi soltanto per i contratti in precedenza stipulati.

Fino al 2008, anno dell'entrata in vigore dell'attuale normativa, il potere contrattuale degli enti aveva sicuri limiti.

C'è il divieto di concludere contratti speculativi secondo l'art. 119 commi 4 e 6 Cost. I contratti derivati sono caratterizzati da una forte aleatorietà che mal si concilia con le spese pubbliche. Le disposizioni che lo permettono sono eccezioni, di stretta interpretazione. L'ente può stipulare contratti derivati di copertura e non speculativi.

Restano, dunque, aperti i problemi generali relativi alla determinatezza (o determinabilità) dell'oggetto del contratto; quelli secondo i quali la validità dell'accordo va verificato in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore) che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perchè 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. Oltre al mark to marked va considerato anche il criterio probabilistico. L'intermediario fornisce raccomandazioni personalizzate, posto che intermediario e cliente sono portatori di interessi contrapposti naturali in otp.

Si deve riconoscere l'adeguatezza di una valutazione del caso concreto, in base al principio sopra richiamato del mark to marked. Il contratto con clausola upfront deve essere considerato dall'ente con delibera comunale un indebitamento.

### **3. 2. I principi di diritto**

Così argomentando i giudici arrivano a stabilire i seguenti principi di diritto, motivi di nullità:

nei contratti derivati OTC (over-the-counter) il vizio di nullità è dovuto alla indeterminabilità dell'oggetto del contratto stesso, che impedisce all'Ente locale una valutazione ponderata del rischio; i derivati sono negozi a causa variabile in quanto suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti. La funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto. In mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da un'irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile); il conflitto di interessi fra intermediario e cliente è naturale, discendendo dall'assommarsi nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente; l'autorizzazione da parte del Consiglio comunale come condizione di validità della conclusione dei contratti derivati parte dei Comuni.

#### **4. Conclusioni**

Con la pronuncia in commento la Corte ha dichiarato la nullità dei contratti stipulati dall'ente locale. Si tratta, senza dubbio, di una sentenza destinata ad avere effetti esplosivi che farà molto discutere tra gli operatori del diritto. Non si escludono, dunque, ulteriori prese di posizione.

---

## Note e riferimenti bibliografici

---

- (1) A. Torrente - P. Schelesinger, Manuale di diritto privato, Giuffrè Editore, 2019, p. 723;
- (2) in questo senso, si veda M. Santise, Coordinate ermeneutiche di diritto civile, Giappichelli Editore, 2017, pag. 635;
- (3) sul punto, anche F. Gazzoni, Manuale di diritto privato, ESI, 2019 , pagg.1243 e ss;
- (4) cfr. Cass. n. 19013/2017

---

\* Il simbolo {https/URL} sostituisce i link visualizzabili sulla pagina:  
<https://rivista.camminodiritto.it/articolo.asp?id=5415>