BonelliErede with LOMBARDI

Focus Team Debt Capital Markets
3 Agosto 2020

I contratti derivati stipulati dagli enti locali: la sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione sul caso dei contratti derivati del Comune di Cattolica

Focus Team Debt Capital Markets



Focus Team leader
Massimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com
Tel. +44-20-76536888

Autori
Massimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com
Tel. +44-20-76536888

Ettore Frustaci
ettore.frustaci@belex.com
Tel. +39-02-771131

1. Introduzione

Con la recente sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020 (la **Sentenza**), le Sezioni Unite della Corte di Cassazione sono intervenute nell'annoso dibattito giurisprudenziale riguardate i contratti derivati, in particolare quelli conclusi dagli enti locali.

Si tratta, come noto, di un dibattito ormai ultra-quindicennale a cui le Sezioni Unite, tramite la Sentenza, avrebbero dovuto auspicabilmente porre termine, sancendo principi chiari e precisi che potessero guidare in futuro le decisioni di merito. Purtroppo, come si vedrà, più approfonditamente infra, tale risultato non sembra essere stato pienamente raggiunto.

2. Il contenzioso in derivati degli enti locali

Il contenzioso in derivati degli enti locali trae le sue origini dalla riforma del titolo V della Costituzione, all'esito della quale gli enti locali sono stati espressamente autorizzati a sottoscrivere determinate tipologie di contratti derivati, atti, essenzialmente, a perseguire finalità di copertura.

Nei primi anni 2000, gli enti locali hanno fatto ampio ricorso a tali operazioni, per ristrutturare il proprio indebitamento e cautelarsi contro il rischio di incremento dei tassi di interesse. La progressiva discesa dei tassi culminata nella crisi finanziaria del 2008 e nella successiva crisi dei debiti sovrani nel 2011 ha, tuttavia, fatto sì che detti contratti venissero a presentare condizioni economiche non più vantaggiose per gli enti. Con successivi interventi normativi, agli enti locali è stato espressamente vietato di procedere alla sottoscrizione di nuovi contratti derivati; ciò, tuttavia, non ha impedito che gli enti locali cercassero di contestare la validità e l'efficacia dei contratti già precedentemente stipulati e che, in diversi casi, stante la loro durata anche ultra-ventennale, sono ancora in piedi.

Le contestazioni presentate dagli enti locali possono essere raggruppate in due filoni principali:

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only. It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

- **il filone di origine c.d. "civilistica"**, che ruota intorno al concetto di *mark to market* ed alla sua presunta natura di elemento essenziale dei contratti derivati e che, in quanto tale, può riguardare anche contratti derivati stipulati da parti private (che, infatti, negli anni hanno sollevato contestazioni analoghe). Secondo tale filone, la comunicazione del *mark to market*, oltre che dei cc.dd. "costi impliciti" applicati dalla banca sarebbe necessaria a far sì che il contratto derivato presenti una causa lecita o un oggetto determinato o determinabile. All'epoca in cui la maggior parte dei contratti derivati con gli enti locali sono stati stipulati, in assenza di espresse indicazioni di legge in tal senso, era, tuttavia, piuttosto inusuale che tali comunicazioni venissero effettuate. Di conseguenza, secondo gli assertori di tale teoria, i contratti derivati conclusi in assenza di tali informazioni dovrebbero considerarsi nulli per assenza di una causa lecita o di un oggetto determinato o determinabile;

- **il filone di origine c.d. "pubblicistica"**, che ruota, invece, intorno agli specifici vincoli cui gli enti locali sono soggetti, ai sensi dell'articolo 119 della Costituzione, allorchè intendano ricorrere all'indebitamento. L'articolo 119 della Costituzione prevede infatti che gli enti locali possano fare ricorso all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. Al contempo, il testo unico in materia di enti locali prevede che le spese pluriennali che vincolano gli enti locali debbano, necessariamente, essere approvate dal consiglio (comunale o provinciale). Muovendo da tale presupposto, i sostenitori di questo filone sostengono che i contratti derivati dovrebbero considerarsi forme di indebitamento, con la conseguenza che la loro sottoscrizione – soprattutto, ma non solo, allorchè la regolamentazione contrattuale preveda il pagamento iniziale da parte dell'intermediario, in favore dell'ente, di un c.d. importo "*upfront*" – sarebbe stata consentita solo in relazione a spese di investimento e, in ogni caso, avrebbe necessariamente richiesto l'adozione una delibera consiliare. Posto che, tuttavia, all'epoca dello svolgimento dei fatti di causa, i contratti derivati erano ordinariamente considerati come strumenti di gestione del debito e non come forme di ordinamento, la loro conclusione non veniva solitamente preceduta da una delibera consiliare, ragione per cui secondo i sostenitori di tale tesi, tali contratti dovrebbero considerarsi invalidi.

Nel corso degli ultimi 15 anni diversi giudici di merito si sono pronunciati sulle tematiche sopra riportate, con esiti variegati e spesso contrastanti tra loro.

Il Consiglio di Stato ha, invece, radicalmente escluso, nella ben nota sentenza riguardante i contratti derivati conclusi dalla Provincia di Pisa,

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

l'esistenza di qualsiasi obbligo in capo agli istituti finanziari di comunicare il valore del *mark to market*. In un'altra sentenza, il Consiglio di Stato ha, altresì, escluso che i contratti derivati costituiscano forme di indebitamento e che la loro sottoscrizione richieda dunque l'approvazione consiliare.

3. Il caso "Cattolica"

Il caso sottoposto alle Sezioni Unite riguardava, per l'appunto, contratti derivati sottoscritti da un piccolo ente locale italiano (il Comune di Cattolica).

Il Comune aveva contestato la validità ed efficacia dei propri contratti derivati rifacendosi a contestazioni ascrivibili tanto al filone civilistico, che a quello pubblicistico e, in secondo grado, le sue istanze erano state accolte. La Corte d'appello investita del caso aveva, infatti, dichiarato la nullità di tali contratti derivati:

- perché sottoscritti senza comunicazione del valore del *mark to market*;
- ma anche perché, prevedendo il pagamento di importi *upfront*, dovevano considerarsi forme di indebitamento che, tuttavia, non erano state destinate a spese di investimento e non avevano ricevuto l'avallo del consiglio comunale.

Una volta giunto in cassazione, il caso è stato rinviato alle sezioni unite. La relativa ordinanza interlocutoria di rinvio prevedeva che le Sezioni Unite si pronunciassero specificatamente sui profili attinenti al c.d. filone "pubblicistico". Come si vedrà, tuttavia, le Sezioni Unite sono andate oltre, esprimendosi anche sul tema del *mark to market*.

4. La decisione delle Sezioni Unite

La Sentenza ha confermato la decisione del giudice di appello, dichiarando la **nullità dei contratti derivati oggetto del giudizio**, che era già stata dichiarata dal giudice dell'appello. Nel far ciò, le Sezioni Unite hanno, tuttavia, affermato tre principi di diritto.

Il primo principio di diritto concerne i limiti entro cui gli enti locali dovevano considerarsi legittimati (all'epoca dei fatti di causa) alla sottoscrizione di contratti derivati.

A tale riguardo, le Sezioni Unite hanno espresso la convinzione che la natura aleatoria dei contratti derivati - comportando per l'ente la potenziale esposizione a spese non preventivabili al momento del perfezionamento dell'operazione - avrebbe, di per sé, dovuto escludere, visti i principi generali dell'ordinamento in materia di contabilità pubblica, che gli enti locali potessero concludere tali contratti. Tuttavia, gli enti locali

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

hanno potuto fare ricorso a simili strumenti, perché hanno ricevuto un'espressa autorizzazione normativa in tal senso.

Secondo la Cassazione, tali disposizioni normative dovevano, in ogni caso, essere interpretate in senso restrittivo. Ciò comporta, in particolare, che **gli enti locali dovevano considerarsi autorizzati a concludere esclusivamente operazioni in derivati atte a perseguire finalità di copertura**, mentre dovevano considerarsi precluse le operazioni che presentavano carattere speculativo.

Si tratta, come si può agevolmente, notare di considerazioni non particolarmente innovative, in quanto già sufficientemente chiarite dalla normativa *pro tempore* applicabile alle operazioni in derivati degli enti locali.

Decisamente più significative (ma anche più controverse), appaiono le considerazioni, cui la Corte è giunta in relazione al secondo ed al terzo principio di diritto.

Il secondo principio di diritto, in particolare, si sofferma su tematiche che, almeno in apparenza, riguardano il c.d. "filone civilistico".

Le Sezioni Unite si sono, infatti, soffermate sulla causa e sull'oggetto dei contratti derivati, rilevando come la loro validità ed efficacia sarebbe strettamente connessa alle informazioni che il cliente riceve prima della sottoscrizione del contratto.

Riprendendo le tesi espresse da alcuni giudici di merito, le Sezioni Unite hanno, infatti, espresso la convinzione che l'alea di un contratto derivato dovrebbe avere carattere "razionale". E tale razionalità sarebbe sussistente solo ove il cliente, prima di sottoscrivere il contratto, abbia ricevuto alcune informazioni idonee a fargli comprendere i rischi cui concretamente si espone tramite il perfezionamento dell'operazione.

In questo senso, la Cassazione menziona espressamente le informazioni riguardanti il *mark to market* iniziale del contratto ed i cc.dd. "costi impliciti", ma, riprendendo alcune tesi dottrinarie sostenute da parte della giurisprudenza, cita anche i cc.dd. "scenari probabilistici", notando che il *mark to market*, di per sé, è solo un numero e, conseguentemente, dovrebbe poter essere letto assieme a detti scenari, per consentire all'investitore di avere reale consapevolezza dei rischi assunti.

Le Sezioni Unite non hanno, in alcun modo, chiarito come tali affermazioni vadano coniugate rispetto ai consolidati precedenti della Suprema Corte, secondo cui il mancato adempimento di obblighi informativi, imposti dalla normativa in materia di intermediazione finanziaria, in assenza di espresse previsioni di legge in tal senso, non può determinare la nullità di un contratto.

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

A ciò si aggiunga che la non felicissima redazione delle motivazioni della sentenza lascia aperte diverse questioni, qui di seguito sintetizzate:

- **il principio riguarda *tutti* i contratti derivati o *solo* quelli sottoscritti dagli enti locali**? La particolare formulazione del principio di diritto[1] da parte delle Sezioni Unite lascia, infatti, più di un dubbio in merito.

- **la nullità di un contratto derivato deriva, necessariamente, dalla mancata comunicazione degli elementi sopra menzionata o è, comunque, necessario condurre una diversa valutazione, caso per caso, sulla base del concreto patrimonio informativo, volta per volta messo a disposizione del cliente?** Sono, infatti, le stesse Sezioni Unite a fare riferimento a tale necessaria valutazione caso per caso in un passaggio della sentenza, non ripetuto, tuttavia, nella formulazione del principio di diritto.

- **che cosa si intende precisamente per "scenari probabilistici"?** Non esiste, infatti, alcuna definizione normativa di detti scenari probabilistici. L'unico riferimento "ufficiale" agli scenari probabilistici è stato inserito per la prima volta in alcune raccomandazioni (non vincolanti) emanate dalla Consob nel 2009[2] e riguardanti le informazioni da fornire nell'ambito dei prospetti informativi per l'offerta al pubblico di titoli. Ma la stessa Consob è, successivamente, tornata sui suoi passi, evidenziando come gli scenari probabilistici possano rivelarsi fuorvianti per gli investitori.

Il terzo principio di diritto ritorna, invece, sulle tematiche strettamente attinenti al filone "pubblicistico".

In questo senso, le Sezioni Unite sono partite dalla considerazione – non ulteriormente motivata – che l'*upfront* dovrebbe considerarsi come una forma di indebitamento.

---

[1] Il principio espresso è il seguente (enfasi aggiunta): "***in tema di contratti derivati, stipulati dai Comuni italiani*** *sulla base della disciplina normativa vigente fino al 2013 (quando la L. n. 147 del 2013, ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso) e della distinzione tra i derivati di copertura e i derivati speculativi, in base al criterio del diverso grado di rischiosità di ciascuno di essi,* ***pur potendo l'ente locale procedere alla stipula dei primi con qualificati intermediari finanziari nondimeno esso poteva utilmente ed efficacemente procedervi solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale****, comprensiva sia del criterio del mark to market sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto,* ***costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio****."*

[2] Si ricorda, pertanto, che tali raccomandazioni sono state emesse diversi anni dopo la stipula da parte del Comune di Cattolica dei tre contratti derivati a cui fa riferimento la Sentenza.

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

Le Sezioni Unite hanno precisato che, comunque, i derivati, di per sé, non dovrebbero considerarsi come forme di indebitamento, a meno che non presentino caratteristiche tali da determinare l'estinzione anticipata dell'indebitamento sottostante o una sostanziale modifica dei suoi termini e condizioni.

Pertanto, secondo le Sezioni Unite, i contratti derivati che prevedano il pagamento di un *upfront* o che presentino le caratteristiche sopra indicate dovrebbero considerarsi nulli, ove non siano stati oggetto oggetto di previa approvazione da parte del Consiglio.

Anche in questo caso permangono, tuttavia, più dubbi che certezze:

- **per quale ragione l'upfront dovrebbe costituire una forma di indebitamento?** La Corte non lo ha spiegato in alcun modo;

- **premesso che non tutti i derivati possono considerarsi forme di indebitamento, quali sono i contratti derivati – oltre a quelli che prevedono il pagamento di un upfront – che dovrebbero considerarsi tali?** Le indicazioni fornite a riguardo dalla Corte non sono ben chiare. Non è, infatti, dato capire, quali siano i contratti derivati che determinerebbero l'estinzione anticipata dell'indebitamento sottostante, né che cosa debba intendersi esattamente per "modifica sostanziale" all'indebitamento sottostante.

5. L'impatto della Sentenza e le possibili azioni da adottare

Nel valutare i possibili impatti della Sentenza è necessario, naturalmente, distinguere i contratti derivati già stipulati da quelli che verranno sottoscritti in futuro.

Per quanto riguarda i contratti già stipulati, i giudici di merito investiti dei contenziosi pendenti o che verranno avviati in futuro terranno, ovviamente, conto dei principi espressi dalla sentenza. Vista la scarsa chiarezza di alcuni passaggi è, tuttavia, difficile prevederne l'impatto effettivo.

Questione particolarmente spinosa è quella riguardante l'effettivo ambito di applicazione del secondo principio di diritto e, in particolare, se esso vada ristretto ai derivati sottoscritti dagli enti locali o possa riguardare anche contratti derivati conclusi da soggetti privati.

Un primo "test" si è già avuto con la decisione n. 2678 del 16 giugno 2020 dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (l'"**Arbitro**") che riguardava, per l'appunto, la presunta nullità di un contratto derivato, stipulato da un soggetto privato, in ragione della mancata comunicazione del *mark to*

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

market. Nel caso in esame, l'Arbitro ha escluso che il derivato in questione potesse essere intaccato dai principi espressi dalla Sentenza, ritenendo che essa riguardi esclusivamente i contratti derivati conclusi dagli enti locali.

Per maggiori chiarimenti sarà, in ogni caso, necessario attendere le prime sentenze dei giudici di merito ma la questione appare, tutt'altro, che scontata.

L'impressione è che le diverse questioni sottese al contenzioso in derivati non siano ancora state risolte e che **un nuovo intervento delle Sezioni Unite si renderà necessario in futuro**.

E' bene, inoltre, ricordare che diversi contratti derivati stipulati dagli enti locali sono soggetti alla documentazione ISDA e, in quanto tali, sono retti dalla legge inglese e prevedono la giurisdizione esclusiva delle corti inglesi. E i giudici inglesi cui saranno rimesse le controversie inerenti a detti contratti, dovendo valutare tali contratti ai sensi della legge inglese, potrebbero non considerarsi vincolati ai principi espressi dalla Sentenza (che riguardano il diritto italiano), ai fini delle loro decisioni.

Per quanto riguarda, invece, i contratti ancora da stipulare, sembra sicuramente opportuno che gli intermediari finanziari si muovano con particolare prudenza, onde evitare il rischio di veder significativamente alimentare il proprio contenzioso in derivati.

Naturalmente, tale raccomandazione trova applicazione esclusivamente in relazione ai contratti da concludersi con controparti private, non essendo più consentita la sottoscrizione di contratti derivati da parte degli enti locali. Pertanto, l'unico principio di diritto formulato dalla Sentenza di cui appare necessario tener conto è il secondo (ammesso esso debba effettivamente considerarsi applicabile a tutti i contratti derivati e non solo a quelli degli enti locali, questione che, come detto è, tutt'altro che scontata).

In questo senso, è consigliabile che gli intermediari finanziario conducano un'approfondita revisione del kit informativo messo a disposizione dei propri clienti e, per quanto possibile, si attengano alle indicazioni della Sentenza.

La sfida più ardua è ovviamente rappresentata dagli scenari probabilistici di cui, come si è detto, manca un'espressa definizione normativa. Il che, inevitabilmente, espone gli intermediari al rischio che, nell'esercizio della loro discrezionalità, i giudici di merito possano non ritenere sufficienti le soluzioni adottate.

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only.
It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.

Focus Team Debt Capital Markets

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con focus sul *debt capital markets*.

Massimiliano Danusso
Bancario e Finanziario

Antonio La Porta
Bancario e Finanziario

Stefano Micheli
Societario

Marco Passalacqua
Contenzioso/Ristrutturazioni - Fallimentare

Federico Vezzani
Regolatorio

Francesca Marchetti
Bancario e Finanziario

Emanuela Spinelli
Penale

Ettore Frustaci
Bancario e Finanziario

Ilaria Parrilla
Bancario e Finanziario

This document is provided as a service to clients and other friends for educational purposes only. It should not be construed or relied on as legal advice or to create a lawyer-client relationship.