Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Sviluppo economico e dell'impresa
Curriculum: Finanza dello sviluppo e della PMI

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

I DERIVATI TOSSICI NELLA PANCIA DELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI.

I SINTOMI, LA PROGNOSI E LA CURA.

Relatrice
Ch.ma Prof.ssa Marcella Lucchetta

Correlatrice
Ch.ma Prof.ssa Francesca Parpinel

Seconda Correlatrice
Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando
Marco Trinchieri
Matricola 811608

Anno Accademico
2013/ 2014

INDICE

Introduzione		>>	6
1.	Gli strumenti finanziari derivati	>>	9
	1.1 Classificazione	>>	12
	1.2 I derivati sui mercati regolamentati	>>	23
	1.3 I derivati sui mercati O.T.C.	>>	27
	1.4 I derivati per struttura contrattuale	>>	32
2.	Un quadro storico della crisi	>>	48
	2.1 La crisi dei mutui subprime	>>	55
	2.2 Il fallimento Lehman Brothers	>>	57
	2.3 Provvedimenti	>>	60
3.	Il processo di cartolarizzazione	>>	68
4.	I derivati negli Enti Locali	>>	74
	4.1 Un'analisi quantitativa	>>	79
5.	Profili di responsabilità	>>	88
	1.1 Responsabilità Civile	>>	88
	1.2 Responsabilità Penale	>>	102
	1.3 Responsabilità Amministrativa	>>	109
6.	Casi reali	>>	137
	1.4 MILANO – SENTENZA n. 13976 del 04.02.2013	>>	137
	1.5 PIEMONTE – TAR SENTENZA n.343/2013	>>	161
Conclusione		>>	165
Bibliografia		>>	169

"E' solo non pagando i propri debiti che un gentiluomo può sperare di vivere per sempre nella memoria (dei creditori)".

Oscar Wilde

INTRODUZIONE

L'idea del presente elaborato nasce da una serie di riflessioni che mi sono trovato a fare quando, ormai al crepuscolo del mio percorso accademico, ho dovuto affrontare l'arduo e annoso problema della scelta dell'argomento per la mia tesi di Laurea.

In questi anni passati nelle aule Cafoscarine ho avuto il piacere di esplorare tutti i territori del mondo economico, dall'ambito giuridico al matematico-statistico, dal finanziario a quello del marketing, provando stimoli e interesse per ogni area didattica che mi veniva proposta.

Sono quindi partito dal presupposto di volere scrivere qualcosa il più possibile eterogeneo, che mi permettesse di dare anche al lettore una visione completa e variegata, tale da fornire punti di vista diversificati dato che l'universo economico di cui piace occuparci è, di per sé stesso, composito e vario.

Ciò che mi premeva, inoltre, era affrontare un argomento, per quanto più fosse possibile, "reale"; se c'è una cosa che ho imparato in questi anni di studi è che non esiste nulla di più avvincente e appagante (oltre che, con tutto il rispetto per gli studi teorici, chiarificatore) che vedere come ciò che si è letto in modo astratto sui libri, venga traslato nella realtà.

Osservare il mondo di questi tempi non è certamente un bel vedere, ma è fuor di dubbio che gli spunti per analisi e riflessioni che ci vengono offerti sono molteplici.

Così ho iniziato a pensare a quale tema potesse, almeno lontanamente, creare interesse nel lettore a cui capitasse di imbattersi in una delle molte decine di tesi che, ad ogni sessione di Laurea, questo ateneo offre.

L'assunto da cui bisogna partire è che meno soldi ci sono in circolazione, maggiore è l'attenzione riguardo a come essi vengono gestiti; vale a tutti i livelli, dal più piccolo nucleo familiare, sino ai più grandi apparati aziendali e amministrativi; ma quanto sarebbe ancora più alto il livello di attenzione se a gestire il proprio denaro fosse qualcun altro? Senza ombra di dubbio, drammaticamente più alto.

E' proprio questo il caso che si presenta nella pubblica amministrazione, dove "eletti", non sempre e propriamente specializzati, si trovano a gestire un patrimonio per l'appunto "pubblico", costituito in sostanza da ciò che ogni cittadino è tenuto a formare contribuendo con versamenti elargiti sotto forma di tasse e tributi; ed è proprio quando la *mala gestio* prende il sopravvento, portando a sperperare incoscientemente ciò che con tanta fatica si è accumulato, che l'indignazione dei contribuenti non può e non deve essere nascosta.

Negli ultimi anni, tra i fastidiosi suoni dei vari schiamazzi politici, sicuramente sarà arrivato all'orecchio di qualche attento ascoltatore l'enorme problema dei conti pubblici, in particolare negli Enti Locali, ossia quelli più vicini al cittadino; in particolare, si è sentito spesso sostenere come l'origine del problema fosse l'uso poco razionale portato avanti dai responsabili finanziari di certi enti di alcuni strumenti finanziari derivati, attribuendo ad essi il ruolo di tarme, in grado di erodere a tal punto le finanze delle singole amministrazioni da creare un problema strutturale di più che preoccupanti dimensioni.

Il tema però, come tutti quelli di reale interesse per il bene del paese, non è mai stato affrontato e spiegato con la dovuta serietà e preoccupazione.

E' così che, leggendo e comprendendo meglio la questione, ho capito che avevo trovato l'argomento che cercavo.

Con l'umiltà di chi ha terminato un percorso di studi sicuramente formativo, ma che si affaccia solo ora alla praticità del mondo reale, cercherò in questo scritto di sviscerare un tema così complesso, affrontando la questione da più angolazioni possibili: da quella tecnico-finanziaria, per capire cosa sono questi strumenti e quali caratteristiche hanno, tali da causare ripercussioni cosi forti sui conti pubblici di ogni ente che abbia deciso di avvalersene, e come essi vengono creati e gestiti dai vari intermediari; dal punto di vista giuridico, cercando di analizzare come le normative vigenti affrontino un tema cosi intricato, e quali conseguenze si verifichino dal punto di vista dei profili responsabilistici; ma anche da un punto di vista, passatemi il termine, economico-comportamentale, cosi da analizzare se il ruolo del cattivo possa essere attribuito solo a determinati operatori, e quindi a solo una determinata controparte dei contratti, o se, salomonicamente parlando, a entrambe; insomma cercare di comprendere se, almeno in questo caso, esiste un diavolo, dato che questi strumenti sono stati spesso ribattezzati come il suo forcone.

Concludo questa breve introduzione citando uno degli aforismi più famosi di Warren Buffet, celebre imprenditore ed economista statunitense (soprannominato "*The Oracle of Omaha",* per i cultori), che recita: "*Non compro mai un titolo che non sono sicuro di capire; sarebbe da incoscienti, o, ancor peggio, da stolti*". Gli storici ci raccontano come, in età classica, gli amministratori della *res publica* non muovessero nemmeno un dito senza aver prima consultato l'oracolo…forse, a volte, essere nostalgici non guasta.

CAPITOLO 1:

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

"La varietà dei contratti derivati trova
un limite solo nell'immaginazione dell'uomo
(o talvolta, a quanto pare, del folle)"
Warren Buffet

La prima definizione della nozione e del concetto di "derivati" si riscontra nella **circolare Bankitalia del 29.03.1988 n. 4,** in cui gli strumenti finanziari derivati venivano definiti come "*i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi d' interesse, tassi di cambio, indici di Borsa"* ed il cui valore "*deriva da quello degli strumenti sottostanti".*[1]

Successivamente l'evoluzione normativa porta ad una più completa descrizione nella **"legge Sim", 02.01.1991 n.1, art.1 co.2,** nella quale si evidenzia che "*i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi d'interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi d'interesse e valute, sono da considerarsi valori mobiliari".*

Sembra chiaro come sia rintracciato nell'ambito della normativa connessa ai contratti il luogo di definizione della natura, dell'oggetto, e della causa del rapporto giuridico. Va inoltre sottolineato come tali strumenti venivano accostati all'aggettivo "atipici", attribuzione che nel nostro Diritto assume sicuramente un connotato negativo, stando a significare come per essi non si riuscisse a trovare un chiaro inquadramento in schemi usuali.

[1] G. Risaliti:*"Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle azienda"* Giuffrè 2008

La rapida diffusione a macchia d'olio sui mercati mondiali regolamentati e non, ha reso necessaria un'operazione di più preciso delineamento normativo, che ha conseguentemente condotto alla definizione attuale che è quella contenuta nell' **art. 1, co. 3, Dlgs 24.02.1998 n.58, T.u.f**.: gli strumenti finanziari derivati sono quelli previsti dal comma 2, lettere d), e), f) g), h),i),j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comme 1 bis lett d):

- *d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;*
- *f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;*
- *g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati*

connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

- *h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;*
- *i) contratti finanziari differenziali;*
- *j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d' interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.*

Due osservazione si possono evincere dall' elencazione di cui sopra: la prima è che essa non è esaustiva, perché vi sono molte altre tipologie di strumenti derivati; la seconda sottolinea il carattere quasi esclusivamente differenziale

attribuito da queste definizioni, rendendo il derivato sostanzialmente un prodotto (o strumento) finanziario che produce aspettative di profitto che si basano maggiormente sulla speculazione.

Uno degli aspetti che forse, o decisamente, non si riesce a estrarre è la caratteristica dell'universalità di questi strumenti, che possono nascere in qualsiasi situazione o settore del panorama economico e finanziario. Una delle più realistiche definizioni, considerando questo punto di vista, appare quella fornita da *John C. Hull* nel suo libro *Options, futures and other derivatives* in cui l'economista americano definisce i derivati come "*strumenti finanziari il cui valore dipende da una o più "variabili sottostanti" (underlying valuables). Molto spesso le variabili sottostanti sono rappresentate dal prezzo di "attività negoziobili" (traded assets). Ad esempio, le opzioni scritte su un azione sono derivati il cui valore dipende dal prezzo di quell' azione. Però i derivati possono dipendere da qualsiasi variabile, dal prezzo sui suini vivi, alla quantità di neve che cade in una certa località turistica".*[2]

1.1 CLASSIFICAZIONE

E' possibilie quindi tentare una classificazione degli strumenti finanziari derivati, basata su determinati aspetti di fondo che li differenziano, e che conducono sostanzialmente a una tripartizione:

1) <u>classificazione per finalità</u>*:*

- *di copertura*: con l'obbiettivo di ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente;

[2] John C. Hull, "*Opzioni, futures ed altri derivati, Preston Prentice Hall",* Mondadori spa 2009

- *di speculazione*: con l'obbiettivo di determinare un trade-off positivo fra rischio assunto e profitto conseguito;
- *arbitraggio*: con l'obbiettivo di conseguire un profitto risk-free, con la determinazione di transazioni combinate che permettano di sfruttare eventuali asimmetrie del mercato tali da determinare differenze di valorizzazione;

2) <u>classificazione per mercato di scambio</u>:

- *mercati regolamentati*: sono mercati che sottostanno a precise regole che determinano i soggetti operanti, le Autorità di controllo, l'oggetto di scambio, la determinazione del prezzo e le garanzie offerte;
- *mercati non regolamentati (O.t.c. – over the counter)*: mercati liberi, in cui i contratti sono determinati bilateralmente in base alle esigenze personalizzate di ogni operatore;

3) <u>classificazione per profilo della struttura contrattuale:</u>

- *derivati simmetrici o deterministici*: contratti che stabiliscono impegni vincolanti per entrambe le parti (ad esempio i futures); la simmetria data dal fatto che il guadagno conseguito da una parte è inversamente proporzionale alla perdita conseguita dall' altra;
- *derivati asimmetrici o opzionali*: contratti per i quali l'impegno vincolante è esclusivamente attribuito a una della parti contraente (ad esempio i contratti di opzione); non c'è quindi linearità degli utili e delle perdite a scadenza.[3]

Si andrà ora ad analizzare nel particolare le varie possibili tipologie di prodotti derivati seguendo la linea dettata dalla precedente classificazione. Procedendo con l'ordine dato, iniziamo dal criterio di *classificazione per finalità*.

[3] G. Mussari – D. Monti – A. Micoli, "*Gli strumenti della crisi: i Derivati Finanziari.",* Nuova Giuridicia, 2011

Come detto esso si suddivide in tre macrocategorie; la prima finalità è quella cosiddetta di *copertura*, consistente nel ridurre i rischi derivanti dalla presenza nel mercato di variabili non direttamente controllabili dall' investitore. Uno degli esempi più immediati è la copertura mediante *forward*, utilizzati per tentare di eliminare le incertezze sul prezzo da pagare sulle operazioni effettuate acquistando o vendendo flussi finanziari secondo le quotazioni spot o forward dei tassi di cambio, coprendo in pratica il rischio. Altro strumento possono essere le *opzioni*, quando ad esempio un investitore detiene un quantitativo di titoli e teme che il valore relativo ad essi possa ridursi in un determinato orizzonte temporale futuro; egli ha la facoltà di acquistare sul mercato delle opzioni put ad un certo costo da rivendere a una data futura ad altro (e ovviamente diverso) prezzo, leggermente inferiore al valore del capitale detenuto; tale operazioni permette quindi di "coprire" l' eventuale svalutazione per un periodo corrispondente alla vita dell'opzione, dato che essa può essere azionata dal prudente investitore a seconda della sua convenienza.

La seconda classificazione è corrispondente alla finalità di *speculazione*, in cui invece gli hedgers sono interessati ad assumere una posizione attiva sul mercato; usando i due esempi in precedenza e partendo da un contratto forward, possiamo ipotizzare un operatore convinto che il prezzo di una valuta, ad esempio lo USD, possa rafforzarsi nei mesi successivi; due possibilità gli si presentano: acquistare subito $ 100.000 sul mercato sport e rivenderle se la sua ipotesi di rialzo sarà confermata, lucrando cosi un guadagno netto; oppure l'alternativa sarebbe assumere una posizione lunga con quattro contratti futures per la data determinata, e ciò potrebbe consentire di conseguire un profitto o una perdita a seconda del verso della variazione. La differenza tra le due operazioni è notevole, perché l'acquisto a pronti comporta l'immediato esborso

dell'integrale investimento, mentre, l'acquisto di contratti futures, solo il versamento di un non elevato deposito di garanzia, realizzando così un elevato uso del leverage, dato che ciò permette all'operatore di assumere importanti posizioni sul mercato con esborso iniziale contenuto.

Stesso risultato può essere ritenuto tramite opzioni: se l'investitore intende assumere una posizione lunga, può comprare semplicemente le azioni e rivenderle se si è verificato un rialzo. In alternativa può però acquistare opzioni call su suddetto titolo che gli permettono di acquistare ad un prezzo inferiore, alla data prefissata, i titoli che hanno una quotazione di mercato superiore, quindi ottenendo un profitto nettamente maggiore (o, ovviamente, perdite esponenziali).

La differenza rilevante nell'uso speculativo di questi due strumenti appare subito chiara: mentre nei futures sia l'ammontare potenziale dei guadagni che quello delle perdite sono molto alti, nelle opzioni la massima perdita consiste nel premio pagato inizialmente (cifra in confronto al precedente caso, relativamente irrisoria).

L'operazione con finalità di *arbitraggio* consiste invece nell'eseguire un procedimento che permette di ottenere un profitto privo di rischio, effettuando in successione transazioni in due o più mercati che offrono prezzi non allineati per il medesimo oggetto. Basta ipotizzare che un titolo azionario trattato sia dal mercato di Londra che da quello di Tokio presenti una quotazione, pesata per il tasso di cambio rispettivo, non uguale nei due mercati; acquistando infatti il titolo sul mercato in cui ha costo inferiore, e rivendendolo sull' altro mercato, si può raggiungere un immediato e non rischioso profitto. Va detto però che, per vari motivi tra cui la presenza di costi di transazione e una scarsa possibilità di

consistenti disallineamenti nei vari mercati, le possibilità di arbitraggio nel mondo reale sono pressoché minime.

Il secondo gruppo di classificazione si riferisce, come detto, alle situazioni in cui il derivato è scambiato su *mercati regolamentati* oppure su *non regolamentati*.

Per rendere l'idea, tra i più importanti mercati regolamentati possiamo numerare il CBOT (Chicago Board of trade), NYSE (New York Stock Exchange), SGX (Singapore Stock Exchange), TFX (Tokyo Stock Exchange), Borsa Spa-London Stock Exchange. Tre sono gli aspetti caratterizzanti i mercati regolamentati: la standardizzazione dei modelli contrattuali, la presenza di margini di garanzia, il sistema di controllo e i conseguenti processi sanzionatori. Per andare più sul dettaglio di come sono gestiti i derivati in questi mercati analizziamo un esempio più vicino a noi; il **titolo 4.7 regolamento Borsa Italiana Spa-London Stock Exchange**, infatti, è appositamente dedicato al Mercato degli Strumenti derivati-IDEM, in particolare definendo nell' **art. 4.7.1** le categorie dei contratti negoziali:

1) *Nel mercato degli strumenti derivati possono essere negoziati contratti futures e contratti di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici.*
2) *Per contratto futures si intende uno strumento finanziario di cui all'articolo 1, comma 2, lettera f) del Testo Unico della Finanza con il quale le parti si impegnano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo dell'attività sottostante a un prezzo prestabilito. La liquidazione a scadenza del contratto può altresì avvenire mediante lo scambio di una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di conclusione del contratto e il suo prezzo di liquidazione.*

3) Per contratto di opzione si intende uno strumento finanziario di cui all'articolo 1, comma 2, lettera i), del Testo Unico della Finanza, con il quale una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo (premio), acquista la facoltà di acquistare (opzione call) o di vendere (opzione put), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo dell'attività sottostante a un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio). La liquidazione del contratto può altresì avvenire mediante lo scambio di una somma di denaro determinata, per le opzioni call, come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio, ovvero, per le opzioni put, come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante, il giorno in cui la facoltà è esercitata o alla scadenza.

4) In ogni caso l'attività sottostante uno strumento derivato deve soddisfare caratteristiche di liquidità, continuità delle negoziazioni, disponibilità o reperibilità di tutte le informazioni rilevanti, disponibilità di prezzi ufficiali o comunque significativi. Qualora l'attività sottostante sia costituita da indici, gli stessi devono essere caratterizzati da trasparenza nei metodi di calcolo e di diffusione.

Nell' **art. 4.7.2** il regolamento dispone chiaramente che per ciascun strumento devono essere chiari e comunicati da Borsa Spa alla CONSOB in via preventiva[4]:

- *il valore nozionale e l'attività sottostante;*
- *le modalità di liquidazione;*
- *il prezzo di liquidazione;*
- *le scadenza negoziate;*

[4]P. Biffis, *" Le operazioni e i servizi bancari*", Giappichelli, 2005

- *il giorno e l'orario in cui hanno termine le negoziazioni;*
- *il giorno di scadenza;*
- *la struttura dei prezzi di esercizio;*
- *il tipo di facoltà, i termini e le modalità del suo esercizio;*
- *le modalità di liquidazione dei contratti derivati dall' esercizio di opzioni;*

L' **art 4.7.4** spiega come le proposte di negoziazione sono effettuate in via anonima e messe in ordine dal mercato primariamente in base al prezzo e, se esso risulta uguale, secondariamente seguendo un criterio temporale. Le proposte possono essere diverse, ad esempio la proposta singolo, combinata standard, combinata non standard etc.etc..

La modalità di conclusione dei contratti è invece spiegata nell' **art.4.7.5**; essa si sviluppa tramite abbinamento automatico di proposte di segno contrario e seguendo alcuni criteri di priorità: l'immissione di proposta con limite di prezzo determina l'abbinamento con una o più proposte di segno contrario, aventi prezzo uguale o migliore della proposta inserita; l'immissione di una proposta senza limiti di prezzo, al prezzo di mercato, determina l'abbinamento della stessa con una o più proposte di segno contrario, presenti sul mercato al momento dell' immissione della proposta.

L' **art. 4.7.7** dice che il prezzo ufficiale di ogni strumento ammesso alla negoziazione è determinato dal prezzo di chiusura calcolato dalla società di gestione.

Infine l'art **4.7.8** dispone che tutti i contratti conclusi nell' IDEM vengono registrati in un apposito archivio elettronico secondo criteri che permettono una successiva rapida determinazione e identificazione.

L'aspetto che però senza dubbio caratterizza i mercati regolamentati è il sistema di controllo operato dagli organi vigilanti. A tal proposito è dedicato **il titolo 4.9** del regolamento *Borsa Italiana Spa-London Stock Exchange.* In particolare si stabilisce che gli organi di vigilanza della Borsa Spa possano in ogni momento richiedere la quantità di informazioni ritenute necessarie agli emittenti e agli operatori al fine di garantire il corretto comportamento di tutti i soggetti all' interno del mercato, oltre a verificare la tenuta degli archivi e il funzionamento delle strutture tecniche e dei sistemi telematici; essi hanno anche, in ultima soluzione, la facoltà di sospendere temporaneamente l'operatore con immediato avviso alla Consob ed alla società di gestione del sistema di compensazione e garanzia. Relativamente al mercato IDEM, l' **art. 6.1.6** dispone che in corso di negoziazione siano rese disponibili al pubblico almeno i seguenti flussi informativi[5]:

- *almeno i primi cinque livelli di prezzo in acquisto e in vendita e relativi ordini e quantità aggregate;*
- *prezzo, giorno ed orario di conclusione e quantità dell' ultimo contratto concluso;*
- *prezzi minimi e massimi sin a quel momento registrati;*
- *prezzo di chiusura della seduta precedente e prezzo d' apertura della seduta corrente;*
- *numero di contratti conclusi;*

A questo insieme di normative di *Borsa Spa* va aggiunto quello della *CONSOB*; in particolare vediamo come l' **art. 16 co. 2 capo III reg. Consob** stabilisce che nel caso di strumenti finanziari derivati, le regole devono assicurare che le

[5] A. Urbani, "*Le attività delle banche*", CEDAM, 2010

caratteristiche del contratto derivato siano compatibili con un processo ordinato di formazione del prezzo, nonché con l'esistenza di condizioni efficaci di regolamento, e le società di gestione devono assicurare queste condizioni, anche sospendendo od escludendo dalla negoziazione strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole del mercato regolarmente gestito. Va inoltre segnalato che tutte le ulteriori norme regolano dettagliatamente i regimi di trasparenza post negoziazione su strumenti finanziari, ammessi e non ammessi ai mercati regolamentati (*vedi art. 32, 33, 34*) e gli obblighi di comunicazioni alla Consob in merito alla realizzazione di collegamenti con mercati esteri ed estensione di operatività in altri stati membri (*art. 35*).

Il **titolo 5.3** del regolamento di *Borsa Spa* affronta invece il tema delle "*garanzie sui contratti*".

I sistemi di compensazione e garanzia hanno ad oggetto tutti i contratti conclusi nel mercato IDEM; si tratta del sistema cosiddetto della *Clearing House*, con la funzione del tutto specifica anche nel mercato dei derivati, di sostituirsi alle controparti, scomponendo l'obbligazione in due, sostanzialmente diventando venditore nei confronti del compratore ed acquirente nei confronti del venditore, fornendo quindi cosi una forma di garanzia generale al mercato. In cambio della garanzia cosi fornita si richiede l' obbligo per ogni operatore di versare un margine iniziale equivalente a una percentuale sul valore del contratto al momento della stipula. Altro ruolo della Clearing House è quello di calcolare ogni giorno i margini di variazione, accreditando agli operatori fondi in caso di andamento favorevole o richiedendo la ricostituzione del margine di garanzia in caso contrario; tali margini di variazione è calcolato in base ai guadagni ed alle perdite registrate in posizioni su derivati, e vanno versati alla Clearing House

per mezzo di un intermediario aderente al sistema, cosa che permette il quotidiano monitoraggio sull'evoluzione della loro situazione.

La Borsa Spa ha, inoltre, come società del gruppo la *Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G)*, una Spa avente capitale sociale di circa 33 milioni di Euro e che funge da sistema di garanzia per i mercati azionari e dei derivati IDEM; avendo un ruolo cosi delicato, la CC&G sottosta alla vigilanza di Bankitalia e Consob, e adotta sostanzialmente tre livelli di protezione:

1) *requisiti di adesione: è possibile associarsi come partecipante diretto o indiretto, con richiesta di un patrimonio minimo, le cui variazioni vanno periodicamente comunicate al Sistema di Garanzia;*
2) *sistema dei margini;*
3) *copertura sistemica delle insolvenze, che prevede la presentazione di fideiussioni e di un fondo di garanzia su cui confluiscono i versamenti degli iscritti.*

Per quanto riguarda i mercati *Over the Counter*, è il caso di sottolineare subito che essi sono ormai divenuti "purtroppo" quantitativamente più consistenti delle borse ufficiali. I mercati OTC sono, in sostanza, networks di dealers collegati tra loro a mezzo computer; sono mercati che hanno anche essi un notevole grado di complessità e di strutturazione e una regolamentazione che è di fonte privata ma che prevede forme di controllo degli Organi di supervisione, per quanto non stringenti e perfezionati come quelli presenti nei mercati regolamentati. Questo tipo di mercato è spesso orientato dalle stesse istituzioni finanziare che fungono da market makers, quotando sia un bid price per il quale si impegnano ad acquistare, sia un offer price per il quale si impegnano a

vendere. La quotazione è regolata dal semplice principio domanda/offerta.[6] Si è soliti registrare le conversazioni, cosi da poterle usare in caso si presenti una controversia riguardante l'operazione in questione. Le condizioni contrattuali, invece, non sono più sottoposte alle condizioni rigide presenti nei mercati regolamentati, ma viene adottato il permissivo principio dell'assoluta autonomia contrattuale con il relativo incremento del rischio di credito e d'insolvenza. In particolare:

- *non sono previste procedure di ammissione formale dei titoli e degli operatori di mercato*
- *non sono previsti obblighi "market making", a carico degli intermediari e dei negoziatori*
- *non sono previsti "book" di negoziazione, nei quali vengono raccolti, registrati e catalogati gli ordini di acquisto e di vendita*
- *non sono previsti controlli sui livelli di negoziazione*
- *non sono previsti particolari oneri informativi sugli emittenti dei titoli*.

Uno dei modelli più diffusi è l'*Alternative Trading System* offerto da providers come Bloomberg, che permette all'operatore di creare una propria pagina telematica nella quale può inserire la propria quotazione per un indeterminato numero di titoli; le sue quotazioni, quindi visibili al pubblico,possono essere applyied da qualsiasi degli altri utenti che possono cosi esprimere la propria valida volontà negoziale che deve essere accettata dal proponente. La conferma della conclusione del contratto avviene sempre telefonicamente, quando il proponente invia un messaggio di conferma con tutti i dettagli della transazione.

[6] F.C. Nassetti, "*I contratti derivati finanziari",* Giuffrè, 2011

Altri due sistemi, abbastanza simili tra loro, sono il *Pink Sheets* e lo *Yellow Sheets*, che sono utilizzati per scambi elettronici di titoli quotati nei loro paesi e che avvengono negli Stati Uniti.

Ulteriore sistema è l'*OTC Bullettin Board* utilizzato per titoli non quotati nei mercati ufficiali per creare alcuni presupposti minimali di trasparenza negli scambi. Pur non essendoci minimi standard di quantitativi, sono presenti nel suo sito ufficiale delle sezioni dedicate alle eligibility rules; si tratta ad esempio delle *FINRA Rule 6530 (Financial Industry Regulatory Authority)*, la più importante Autorità di regolazione indipendente di tutte le imprese emittenti titoli degli USA il cui ruolo ufficiale è proteggere gli investitori nel mantenere la "fairness" dei mercati finanziari statunitensi, con l'autorità di rimuovere compagnie che sono in ritardo per la terza volta in un anno nell'inviare rapporti informativi sulle condizioni di offerta al pubblico degli strumenti derivati.

Inoltre la *SEC (Security Commission Exchange)*, organo di controllo delle Borse Statunitensi ha creato appositamente *Edgar*, un area nel quale è possibile visionare gli indici (con aggiornamento trimestralmente) di titoli non quotati trattati su mercati OTC.

Osservando anche cosa accade in casa nostra, si evidenzia come i mercati OTC vengono associati ai *SSO* (Sistemi di Scambi Organizzati), a loro volta ricondotti al *MFT* (Multilateral trading facilities), cioè a circuiti negoziali gestiti da soggetti privati dove gli scambi vengono governati utilizzando criteri di maggiore flessibilità.

1.2 I DERIVATI SUI MERCATI REGOLAMENTATI

L'**art. 2.1.3** detta le condizioni generali per l'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari:

- *rispettare le condizioni di legge e di regolamento per le quali sono stati emessi;*
- *essere liberamente negoziabili e non presentare restrizioni tali da perturbare il mercato;*
- *essere prontamente liquidabili secondo le condizioni del servizio di liquidazione dell' art. 69 TUF;*
- *essere idonei alla negoziazione in modo equo, razionale, ed efficiente.*

Procediamo ora ad un analisi maggiormente dettagliata dei singoli strumenti derivati finanziari ammessi al mercato regolamentato IDEM che permetta di meglio comprenderne il funzionamento.

1.2.1 IL FTSE/MIB FUTURE

Il *FTSE/MIB future* è un contratto future sul detto indice di borsa, che rappresenta il valore dei 40 maggiori titoli quotati sulla Borsa Italiana. I criteri di scelta per i titoli facenti parte dell' indice sono l' *IWF* (che esclude i pacchetti azionari con azionariato stabile e privi di prospettive di futura ammissione sul mercato), oltre a una valutazione basata sul free float, che consiste nell'escludere i titoli che hanno una capitalizzazione del flottante non sufficientemente elevata rispetto alla media del settore. La relazione di valore tra il future e l'indice sottostante è diretta, ossia consistente in una funzione simmetrica con variazione proporzionale diretta fra i due indici. Sull' IDEM vengono quotati indici aventi scadenza nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre; il giorno di scadenza è il terzo venerdì al mese, e in ogni seduta sono quotate tutte le precedentemente dette scadenze trimestrali. I contratti sono cash settlement, ovvero possono essere liquidati esclusivamente in contanti. In

sostanza il “gioco” alla base della scelta di questo indice consiste in una scommessa sull’ andamento dell’ indice FTSE/MIB, in cui colui che acquista spera in un rialzo e inversamente colui che vende spera in un ribasso.

1.2.2 CURRENCY FUTURES

I *currency futures* consistono in contratti a termine consistenti nell’impegnarsi di un operatore ad acquistare o a cedere, a una data futura predeterminata, una quantità di valuta estera a un determinato prezzo. La liquidazione avviene solitamente con la consegna fisica della valuta alla scadenza. Viene utilizzato solitamente per l’hedging (copertura dal rischio di cambio).

1.2.3 L’INTEREST RATE FUTURE

L’ *interest rate future* è un contratto derivato consistente nell’ impegno stipulato tra due parti di scambiare a una determinata data (oppure entro tale data) ad un determinato prezzo, un titolo di Stato.

Il valore è determinato dalle variazioni dei tassi d’ interesse e dai conseguenti effetti che si possono verificare sugli strumenti obbligazionari a tasso fisso.

Raggiunta la data di scadenza, si avrà la consegna fisica del titolo al compratore da parte del venditore.

1.2.4 LO STOCK FUTURE

Nello *stock future* l’oggetto del contratto sono proprio le singole azioni quotate in borsa. Il valore del contratto è determinato dal prodotto tra il suo prezzo e il numero di azioni. E’ prevista alla scadenza la consegna fisica del sottostante, e il prezzo di liquidazione è li prezzo di apertura dell’ azione il giorno della scadenza.

1.2.5 LE OPZIONI

I contratti di opzione attribuiscono la facoltà (ma, è da sottolineare, non l'obbligo) a colui che li compra di acquistare (opzione put) oppure di vendere (opzione call) entro una predeterminata data, e ad un determinato prezzo, uno specifico bene o strumento finanziario, versando a colui che le vende un premio iniziale.

Le opzioni sono classificate come strumenti derivati asimmetrici: questo perché il rischio a cui il compratore è esposto è unicamente riconducibile alla perdita del premio sostenuto inizialmente, ma al contrario ha la possibilità di ottenere profitti potenzialmente illimitati nel caso dell'opzione call, ed elevati (ma non illimitati) se si considerano le opzioni put.

Le opzioni possono essere quotate sia sul mercato IDEM che sui mercati OTC; ma la suddetta asimmetria comporta una sostanziale differenza tra i due tipi di quotazioni, poiché sarà solo nel caso di vendita di opzioni allo scoperto che si dovranno osservare gli obblighi del versamento dei margini di garanzia.

Le opzioni possono distinguersi ulteriormente tra:

- *opzioni in the money*: detta cosi quando l'esercizio del diritto di opzione è conveniente dato che il prezzo del sottostante è maggiore (nel caso delle opzioni call) o minore (nel caso delle opzioni put) rispetto allo strike price;
- *opzioni out of money*: detta cosi quando l'esercizio del diritto di opzione è conveniente dato che il prezzo del sottostante è minore (nel caso delle opzioni call) o maggiore (nel caso delle opzioni put) rispetto allo strike price;
- *opzioni at the money*: detta cosi quando il prezzo corrente del sottostante è sostanzialmente uguale allo strike price, facendo si che un eventuale esercizio del diritto di opzione comporterebbe un flusso di cassa nullo.

Il valore di un' opzione può essere determinato da tre componenti:

- la prima componente è il *valore intrinseco*, ossia il valore alla scadenza, virtuale e sempre correlato al valore del sottostante; nel caso delle opzioni call, maggiore è la differenza tra prezzo di mercato del sottostante e strike price, maggiore sarà il profitto; nelle opzioni put, maggiore sarà la differenza tra strike price e prezzo di mercato del sottostante, maggiore sarà il profitto;
- la seconda componente è di tipo *temporale*, relativa cioè all'orizzonte temporale intercorrente tra il momento in cui viene stipulato il contratto e la scadenza dello stesso; in sostanza maggiore è considerata la variabilità del valore del sottostante, maggiore è il premio che dovrà essere corrisposto per acquistare l' opzione;
- la terza componente è relativa alle *aspettative degli investitori*; nel caso l'investitore si aspetti un rialzo del valore del sottostante, allora è conveniente porsi in long position, acquistando una call option o vendendo una put; l' investitore procederà invece all' operazione inversa se ha aspettative di ribasso.[7]

1.3 I DERIVATI SUI MERCATI O.T.C.

Andiamo ora ad analizzare gli strumenti derivati negoziati nei mercati *Over The Counter* (va detto che alcuni di questi oltre ad essere negoziati sui mercati OTC vengono comunque negoziati anche su mercati regolamentati).

[7] E. Girino, "*I contratti derivati",* Giuffrè, 2011

1.3.1 FORWARD

Il *forward* è un contratto di compravendita in cui le due parti si impegnano ad effettuare in data futura un operazione ad un prezzo prefissato (cosiddetti derivati finanziari a termine fisso). E' da sottolineare che entrambe le parti, per quanto siano obbligate all' adempimento del contratto, sono esposte inevitabilmente al rischio d'insolvenza. Le finalità dei contratti forward sono quelle già citate in precedenza per i contratti futures: copertura, speculazione ed arbitraggio.

Nella famiglia dei forward rientra *il Forward Rate Agreement*, che si differenzia perché questo contratto prevede uno scambio, a una certa scadenza, di flussi d'interessi calcolati in modo differenziale su un capitale che però non è mai oggetto di scambio.

1.3.2 LO SWAP

Lo *swap* è un contratto nel quale due parti si impegnano a scambiare futuri flussi monetari seguendo una determinata struttura di regolazione. La finalità per cui viene usato questo contratto è sostanzialmente quella di proteggersi da rischi derivanti da operazioni finanziare dipendenti da flussi di interesse, di cambio, o simili.

Si possono trovare sul mercato varie tipologie di swap:

- *Interest rate swap*: contratto nel quale di parti si impegnano a scambiare nel periodo oggetto del contratto dei flussi di pagamenti calcolati su determinati tassi d'interesse, basati su un capitale non oggetto di scambio;

- *Plain vanilla swap*: contratto nel quale il compratore si impegna ad effettuare pagamenti calcolati su un indice di riferimento e sottoposti a tasso variabile;
- *Basis swap*: contratto in cui entrambe le parti si impegnano ad effettuare pagamenti a tasso variabile collegati ad indici diversi;
- *Ammortising swap*: contratto in cui si prevede una riduzione progressiva della base di calcolo degli interessi e un piano di ammortamento del capitale nozionale;
- *Zero coupon swap*: contratto in cui una parte si impegna contrattualmente a pagare a tasso fisso un singolo pagamento alla scadenza, capitalizzando una serie di pagamenti dovuti;
- *Currency swap*: contratto che prevede lo scambio di flussi connessi a diverse divise, con tasso di cambio predeterminato, con successivo scambio di segno opposto alla scadenza contrattuale.
- *Domestic currency swap*: contratto consistente nel bilanciamento di posizioni valutarie di operatori esteri, contrapposte ed identiche per valuta, importo e scadenza, con l'obbiettivo di prefissare il tasso di cambio col quale saranno regolati i loro rapporti in valuta.

1.3.3 CREDIT DERIVATIVES

I *credit derivatives* sono dei derivati creditizi che hanno l'utilità di sostanzialmente ridurre il rischio di credito. I più noti sono:

- *Credit defeault swap*: contratto che consiste in un pagamento periodico in cambio di una garanzia di rimborso in caso di credit default di una determinata attività; questo derivato ha acquisito recente notorietà in

quando è uno dei più comunemente utilizzati per copertura dal rischio di credito sui titoli di stato.

- *Total rate of return swap*: contratto che consiste nello scambio di pagamenti periodici; da una parte flussi di cassa generate da attività sensibili al rischio di credito e dall' altra flussi di cassa indicizzati su un parametro di riferimento;
- *Asset backed securities*: basati su portafogli composti, obbligazioni, fidi etc. sui quali la rischiosità viene separata in più tranches, soggette all'attribuzione di un rating;
- *Collateralized debt obbligations*: contratto che consiste nell' acquisto da parte di un originator di un portafoglio obbligazionario e nel trasferirlo ad uno special purpose vehicle; serve a dividere in diverse tranche il reddito delle obbligazione, attribuendolo primariamente alla tranche più senior.

1.3.4 I DERIVATI ASSICURATIVI

I derivati assicurativi con maggiore diffusione sul mercato son i *CAT bonds*, ossia bonds obbligazionari aventi tassi di interesse superiori a quelli di mercato; in cambio del rendimento extra, il portatore dell' obbligazione entra in un rapporto contrattuale di riassicurazione contro extra perdite.

1.3.5 LE OPZIONI ESOTICHE

Sono derivati con una strutturazione non standard e che permettono margini d' intermediazione più elevati rispetto a prodotti invece standardizzati. Le tipologie più note sono:

- *Opzioni asiatiche*: contratti di opzione in cui i profitti e le perdite dipendono dal prezzo medio del sottostante;
- *Opzioni con barriera*: possono essere di due tipologie: knock in e knock out; la prima scatta quando il sottostante raggiunge un determinato valore prima della scadenza; la seconda cessa di esistere se il sottostante raggiunge un certo valore prima della scadenza;
- *Opzioni bermuda*: contratto di opzione che viene esercitato solo ad una data prestabilita, senza quindi la possibilità di discrezionalità di utilizzo per il possessore;
- *Compound options*: contratto che attribuisce la facoltà di acquistare altre opzioni alla scadenza;
- *Opzioni binarie e digitali:* contratto che consiste nel pagamento alla scadenza di una determinata cifra se il valore del sottostante supera o resta inferiore a un certo predeterminato valore;
- *Opzioni chooser*: contratto in cui il prezzo di esercizio viene determinato durante la vita dell' opzione, a un determinato momento;
- *Opzioni basket*: contratto in cui il sottostante è rappresentato da un paniere di attività;
- *Rainbow options*: contratto di opzione scritto su due o più attività rischiose;
- *Packages:* sono "pacchetti" formati da calls europee ordinarie, puts europee, contratti forward, denaro contante e la stessa attività sottostante.

1.3.6 I DERIVATI ATMOSFERICI

I *derivati atmosferici* consistono in forwards ed opzioni che si riferiscono ai gradi di riscaldamento e ai gradi di raffreddamento al giorno derivati sul rischio atmosferico; la Weather Risk Management association ha il compito di gestire i

rischi atmosferici; i contratti sono quindi scritti suli Heating Degree Days e sui Cooling Degree Days cumulati e rilevati nel corso del mese da una stazione atmosferica qualificata. Il valore del contratto è dato dal prodotto degli HDD e CDD e 100 $.

1.3.7 I DERIVATI ENERGETICI

I derivati sul petrolio grezzo (la cui domanda media mondiale raggiunge la notevole quantità di 80 milioni si barili al giorno) sono strumenti delicati utilizzati per cercare di trovare una limitazione all'elevata volatilità del prezzo di questa materia prima. Anche il gas naturale conta contratti deriva consistenti nella fornitura di una determinata quantità di gas naturale nel corso del mese a tasso uniformato. Infine i derivati sull'elettricità prevedono la fornitura per un mese in una certa località, di una fissata quantità di megawatt a un determinato prezzo.

1.4 I DERIVATI PER STRUTTURA CONTRATTUALE

Andiamo ora ad analizzare la classificazione basta sul profilo contrattuale degli strumenti derivati. Si presenterà il rischio di essere ripetitivi, dato che alcune definizioni sono già state fornite nelle precedenti classificazioni, ma questa ridondanza ha la precisa funzione di chiarire ancor di più certi concetti osservandoli anche da punti di vista non presenti in precedenza.

1.4.1 DERIVATI SIMMETRICI: I CONTRATTI A TERMINE

Il *contratto a termine* (tra i più semplici strumenti presenti sul mercato) consiste nell'impegno preso da un soggetto nei confronti di un altro soggetto di consegnare una certa quantità di sottostante (attività finanziarie, o merci, etc.) ad un predeterminato prezzo e ad una data prefissata. In gergo si dice che colui

che acquista il contratto a termine (ovverosia colui che prende l'impegno di pagare il prezzo alla scadenza per ricevere il sottostante) apre una posizione lunga (long position), viceversa colui che vende apre una posizione corta (short position).

Il rischio/rendimento di un contratto a termine alla sua scadenza può essere chiarito dal grafico "figura 1":

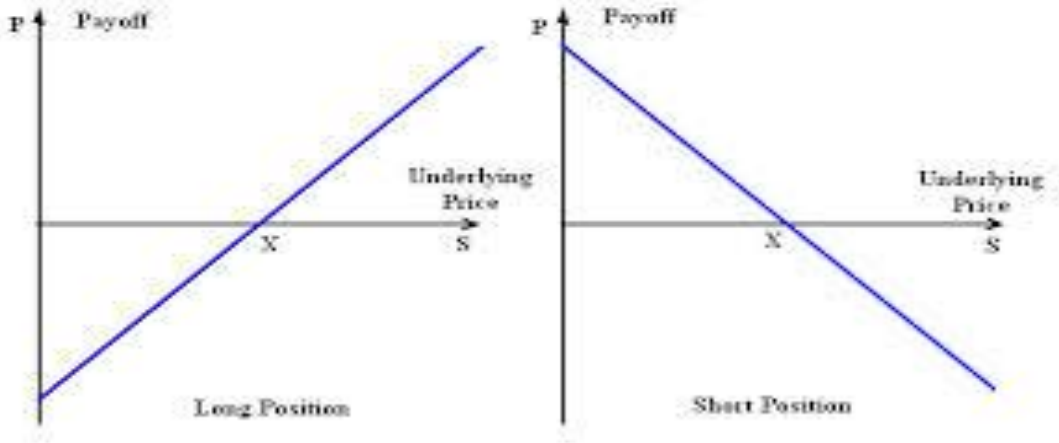


Figura 1

Si può evidenziare come, nel caso si assuma una long position, si riesca a beneficiare di un prezzo spot alla scadenza superiore al prefissato; l'unico rischio che si corre è quello derivante dall'eventuale deprezzamento del bene;

Se si assume una posizione corta, invece, si trarrà beneficio da un prezzo spot inferiore al prefissato; il rischio che si sosterrà, quindi, sarà relativo a un apprezzamento del bene.

Raramente comunque l' esecuzione del contratto avviene tramite la consegna fisica del sottostante, bensì si è soliti assistere alla più semplice esecuzione per differenziale.

Durante la vita del contratto il suo valore non rimarrà constante, ma tenderà a variare nel tempo, principalmente in relazione all'andamento del sottostante.

1.4.2 CONTRATTO A TERMINE: FUTURE

I *futures* sono tipologie di contratti a termine che vengono scambiati sui mercati regolamentati; può essere definito *commodity future* (se il sottostante è una merce) o *financial future* (se il sottostante è uno strumento finanziario).

Il fatto che essa possa essere quotato esclusivamente sui mercati regolamentati ha portato a una standardizzazione dei contratti che ha avuto il positivo effetto di ridurre i costi per gli operatori, e aumentare la tutela e la trasparenza, garantita anche dal fatto che ovviamente chiunque voglia negoziare un future debba rivolgersi a un intermediario autorizzato, che a sua volta ha l'obbligo di aderire alla Clearing House, di cui abbiamo già parlato in precedenza.

Anche nel caso dei contratti futures, il valore nel durante può variare e generare quindi profitti (plus) o perdite (minus) potenziali, che vengono calcolati giornalmente. Questo aggiornamento quotidiano permette all' operatore di valutare costantemente la propria posizione, e considerare quindi la possibilità di procedere anche alla chiusura della posizione (ossia stipulare un contratto di segno opposto rispetto all'originale). Sostanzialmente maggiori sono le aspettative e le probabilità che il prezzo spot sia maggiore del prezzo di consegna alla scadenza prefissata, maggiore sarà la convenienza di possedere un future.

Utile, per un ulteriore chiarimento, è portare l'esempio di uno dei future più comunemente usati: quello sul tasso Euribor; esso quota per convenzione "*100 - il tasso Euribor implicito alla scadenza del future stesso*". Quindi, se il future sull' Euribor a 3 mesi a scadenza 15.09.2013 è pari a 0,80% allora il future quoterebbe 99,20 (100,00 – 0,80). Alla scadenza sarà regolato il valore

differenziale a credito o a debito tra il prezzo di negoziazione su un nozionale convenzionale (pari solitamente a 1.000.000 €) e il prezzo a scadenza. Se quindi l' Euribor a scadenza sarà variato a 1,20%, il contratto future assumerà quindi un valore pari a 98,80, procurando n profitto pari a 4.000 € [(99,20 – 98,80)*1.000.000/100].[8]

Molto simile sarà il discorso relativa ai contratti *Forwards*; la differenza sostanziale è, come già detto, che tali contratti non saranno quotati su mercati regolamentati, bensì su mercati O.T.C.; questo ovviamente comporta la possibilità positiva per le due parti di personalizzare le caratteristiche del contratto, a fronte chiaramente di una mancanza di garanzie contro il rischio di insolvenza, meglio definibile come rischio controparte.

Il rischio controparte è una precisa tipologia di rischio, che va a sommarsi al rischio di mercato, a cui i derivati sono esposti. Esso è definibile come il rischio derivante dall'eventuale insolvenza della controparte che quindi non adempie agli obblighi previsti dal contratto. Nei mercati regolamentati tale rischio è mitigato dalla presenza della Clearing House che, fungendo da cassa di compensazione e garanzia assume il ruolo di controparte in ogni operazione; la Clearing House specificatamente richiede:

- *Il margine iniziale*, ovvero la somma di denaro che "*il broker deve versare alla clearing house per potere aprire una posizione in future, e che costituisce la garanzia sufficiente a coprire i costi teorici di liquidazione della posizione in caso di insolvenza, e che viene poi restituita alla chiusura della posizione"*;

[8] KPMG, *"Guida agli strumenti finanziari derivati",* Bancaria Editrice, 2001

- *Il margine di variazione*, corrispondente al guadagno o alla perdita realizzati dalle due parti alla fine di ogni giornata; esso è calcolato con il meccanismo marking-to-market (la parte che ha sostenuto una variazione negativa deve versare la quota di variazione alla Clearing House che a sua volta la gira alla parte per cui la variazione realizza un profitto).
- *Il margine aggiuntivo infragiornaliero*, richiedibili dalla Clearing House ai propri aderenti nel caso in cui nella giornata si verifichino delle ingenti variazioni di prezzi rispetto a quelli della giornata precedente.

Nel caso dei contratti forward, per cui sicuramente il rischio di controparte è maggiormente accentuato, un meccanismo di garanzia è rappresentato dalle *linee di affidamento*; queste consistono in linee di affidamento appositamente predisposte dalle banche, a cui a fronte di garanzia vengono solitamente inseriti titoli o liquidità.

1.4.3 DERIVATICI SIMMETRICI: GLI SWAP

Gli *swap* (in anglosassone “scambiare”) sono contratti tramite i quali una parte si accorda con l’altra per scambiare flussi di pagamento (determinate in relazione ad un sottostante che può essere di vario tipo) a una serie di date specifiche.

La tipologia più diffusa di contratti swap sono gli *IRS (Interest Rate Swap*), consistenti nello scambio fra due parti di flussi di interessi a tasso fisso ed a tasso variabile su un capitale convenzionale (escluso dal trasferimento), lungo un orizzonte temporale determinato.

In pratica si definisce acquirente dello swap colui che assume una long position ed effettua i pagamenti a tasso fisso e riceve i pagamenti a tasso variabili; si

definisce invece venditore colui che assume una short position, e quindi effettua in pagamenti a tasso variabile e riceve i pagamenti a tasso fisso.

Il flusso dei pagamenti a tasso fisso viene nella prassi detto “a gamba fissa”: il controvalore di ogni pagamento è calcolato col prodotto del capitale per il tasso fisso contrattualmente stabilito; il flusso di pagamenti a tasso variabile è invece detto “a gamba variabile”: il controvalore è calcolato col prodotto del capitale per il tasso variabile stabilito.

Durante il periodo di vita del contratto il valore è fornito dalla differenza tra il valore attuale dei flussi di pagamento delle gambe fissa e variabile, ancora dovuti in base alla previsione contrattuale.

Se la curva dei tassi previsionali tende salire, per l’acquirente dell’IRS esso assumerà un valore positivo dato che il valore attuale dei tassi attesi sarà piu alto rispetto al tasso fisso già definito dal contratto, e viceversa assumerà un valore negativo nel caso si verifichi un ribasso; per il cedente ovviamente presenterà la situazione opposta.

1.4.4 DERIVATI ASIMMETRICI: LE OPZIONI

Nella tipologia dei derivati asimmetrici senza dubbio lo strumento più comunemente usato è quello delle *opzioni.*

Le opzioni consistono in strumenti finanziari derivati che conferiscono il diritto (non l’obbligo) per colui che le acquista, di acquistare (*opzione call*) o vendere (*opzione put*) una specifica attività finanziaria (attività finanziaria o merce o evento di varia natura) a un determinato prezzo (detto *strike price*) entro uno stabilito orizzonte temporale, e tale diritto e rilasciato dal venditore (detto *writers*) a colui che lo acquista (detto *holder)* a fronte di un pagamento di una certa cifra detto *premio* (in sostanza il prezzo dell’opzione).

Avendo già fornito in precedenza i vari tipi di classificazione delle opzioni, procediamo ad analizzare il profilo alla scadenza, distinguendo in base alla posizione assunta nel caso si acquisti una opzione call o una opzione put:

- *Long position su opzione call*: considerando una posizione long call con strike price a 100, con premio d'acquisto pari a 5; se il prezzo del sottostante risulterà inferiore o uguale a 100 l'operatore non eserciterà il diritto, subendo una perdita pari solo al premio pagato (ovvero 5); se il prezzo del sottostante sarà compreso fra 100 e 105 sarà conveniente esercitare l'opzione, realizzando comunque una perdita dato che il guadagno sarebbe al massimo pari al premio pagato inizialmente; se il prezzo del sottostante sarà maggiore di 105 l'operatore esercitando l'opzione potrà esercitare un profitto potenzialmente illimitato.

- *Short position su opzione call*: in tal caso varrà il ragionamento fatto per la long position, ma il profitto Massimo sarà il premio incassato, mentre sarà la perdita ad essere potenzialmente illimitato.

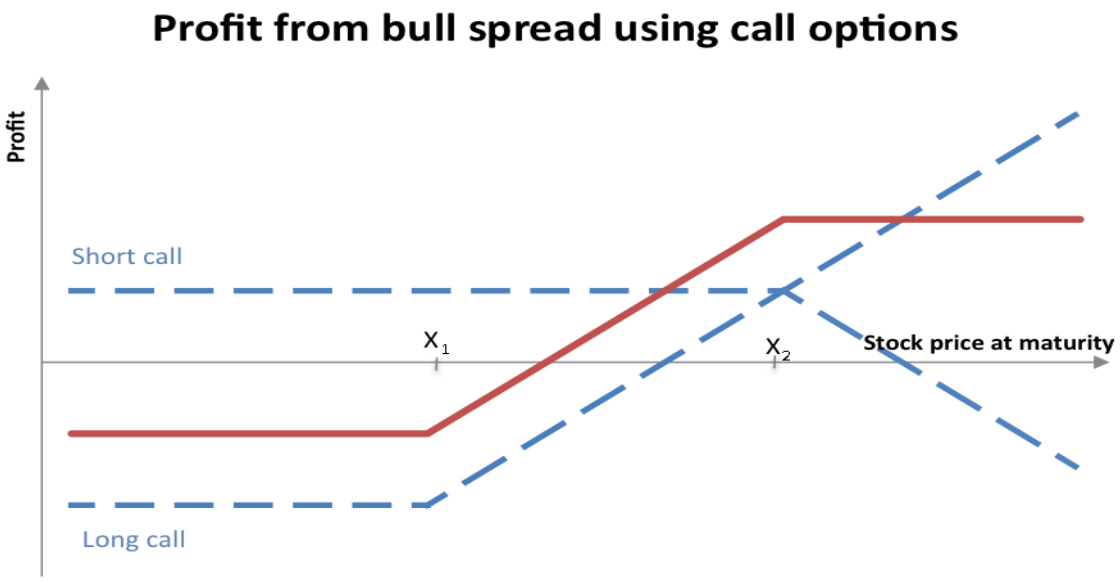


Figura 2

- *Long position su un opzione put*: considerando una posizione lunga su un opzione con strike price uguale a 100 e premio d'acquisto pari a 5; se il prezzo a scadenza del sottostante sarà inferiore a 95 colui che ha acquistato la put conseguirà un utile e il suo profitto potenziale massimo è limitato fino all' ipotetico caso in cui il prezzo del sottostante arrivi a 0; se il prezzo sarà pari a 95 il profitto è pari al premio pagato quindi si troverà in una sostanziale posizione di pareggio; se il prezzo sarà compreso tra 95 e 100 o pari a 100 l'acquirente sosterrà una perdita (pur esercitando l'opzione), mentre se il prezzo fosse superiore a 100 esso non eserciterebbe nemmeno l'opzione;

- *Short position su un opzione put:* in tal caso varrà lo stesso ragionamento fatto per posizione lunga, ma il profitto massimo sarà equivalente al premio incassato mentre la perdita sarà in relazione all'entità della variazione del prezzo del sottostante.

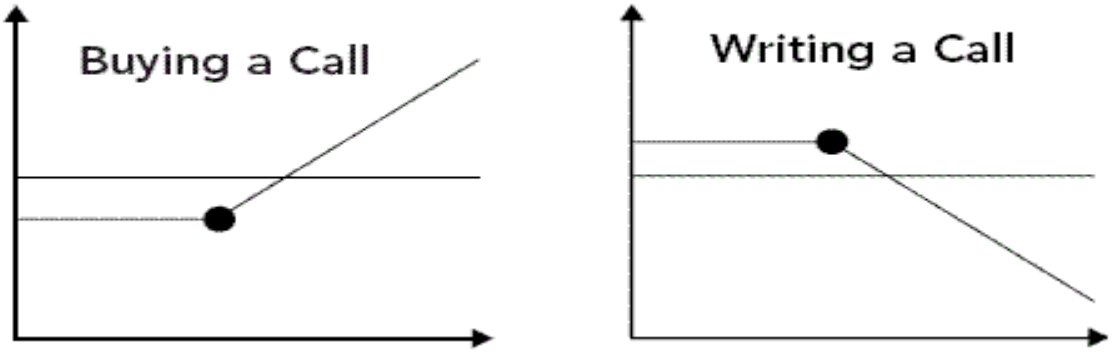


Figura 3

Come nel caso dei contratti a termine anche le opzioni possono essere trattate sia su mercati regolamentati che su mercati OTC; le differenze sono riconducibili chiaramente al tipo di garanzia offerta agli utenti che operano sui due diversi mercati: nel caso di mercati regolamentati esiste un soggetto chiamato *Option Clearing Corporation* che svolte sostanzialmente le stesse funzioni delle Clearing House; per le opzioni regolate fuori dai mercati regolamentati si ripresenta l'usuale vantaggio della possibilità di personalizzazione contrattuale, a fronte ovviamente di una mancanza di tutela contro le inadempienze contrattuali.

Per quanto riguarda la determinazione del valore dell' opzione nel corso della sua vita contrattuale, la letteratura attribuisce ai seguenti fattori la possibilità di influenzare detto valore provocando eventuali variazioni:

- *Il prezzo corrente dell' underlying e lo strike price*:

  Il valore a scadenza di un opzione call è definito dal valore maggiore tra 0 e la differenza tra prezzo dell'underlying e strike price; maggiore è l' underlyng value o minore è lo strike price, maggiore sarà il valore della call;

Il valore a scadenza di un opzione put è definito dal valore maggiore tra 0 e differenza tra strike price e prezzo dell' underlying; maggiore è lo strike price o minore è l'underlyng value, maggiore sarà il valore della put;

- *La vita residua*:

  Maggiore è la vita residua, maggiore sarà la possibilità che il diritto di opzione possa venire esercitato, e di conseguenza maggiore sarà il valore dell' opzione stessa;

- *La volatilità del prezzo dell' underlying:*

  Una volatilità maggiore del prezzo dell'underlying potrà comportare solo conseguenze positive per colui che detiene un opzione call o un opzione put su tale sottostante, poiché si presenterà l'opportunità di approfittare di più ampie variazioni di prezzo favorevoli, mentre eventuali ingenti variazioni di prezzo sfavorevoli sarebbero comunque protette dato che la perdita massima sarebbe, come detto, sempre limitata al premio pagato inizialmente;

- *Il tasso d'interesse risk free*:

  Il risk free esercita un influenza indiretta sul valore delle opzioni, dato che il suo effetto principale è quello di modificare il tasso di crescita attesa dell' underlying value; conseguentemente, si può dire che esso risulta correlato positivamente al valore delle opzioni call, e viceversa risulta correlato negativamente al valore delle opzioni put;

- *I dividendi attesi durante la vista dell'opzione*:

  L' eventuale verificarsi di pagamenti relativi a dividendi ha la chiara conseguenza di ridurre il prezzo ex-dividend del titolo sottostante, quindi l'effetto sulle call risulterebbe negativo, mentre l'effetto sulle put risulterebbe positivo.

1.4.5 CREDIT DERIVATIVES

I *Credit Derivatives* consistono in contratti finanziari che prevedono che una parte, a fronte del pagamento di un corrispettivo, ottenga l'annullarsi o comunque l'attenuarsi del rischio di credito per specifiche attività presenti nel suo portafoglio;

Essi si possono suddividere in tre particolari tipologie:

- *Credit Default Swap*:

  I CDS sono contratti per i quali un operatore (Compratore di protezione) in cambio di pagamenti periodici a favore della controparte (Venditore di protezione) viene protetto dal rischio di credito derivante da determinati reference assets; il verificarsi di determinati eventi (i cosiddetti Credit Events) definiti dal contratto fa scattare l'obbligo a carico del venditore di protezione di corrispondere al compratore di protezione il valore dello strumento finanziario oggetto del CDS;

  considerando ad esempio un CDS con scadenza a 10 anni, con valore nominale del credito sottostante pari a 1.000 euro e con pagamenti annuali pari al 5%; il compratore di protezione, quindi, avrà l'obbligo di versare annualmente al venditore di protezione 50 euro; nel caso però al sesto anno si verifichi un default che preveda un valore di recupero del credito pari al 30% (300 euro); in tal caso il compratore di protezione (che nel corso di questi 6 anni ha versato alla controparte un totale di 300 euro) dovrà corrispondere al venditore di protezione anche il valore di recupero (300 euro), ma in cambio otterrà il rimborso integrale del credito iniziale (1000 euro) e sarà liberato dall' obbligo di versare alla controparte la quota annule del CDS per i restanti quattro anni.

- *Total Return Swap:*

  I TRS sono contratti per i quali un operatore (compratore di protezione o *total return seller*) in cambio di pagamenti periodici a favore della controparte (venditore di protezione o *total return buyer*) cede interamente il profilo di rischio o rendimento di un determinato reference asset; in sostanza con il TRS, al contrario di quanto accade per il CDS, colui che detiene l'obbligazione non corrisponde il pagamento periodico in cambio della diminuzione del rischio, bensì corrisponde l'intero rendimento del titolo posseduto in cambio di determinati pagamenti periodici definiti su base contrattuale, e di compensazione dalle possibili perdite sull'underlying value, fino all' ipotesi estrema di default;

  Considerando ad esempio che un operatore (compratore di protezione) detenga un obbligazione con un valore nominale di 100.000 € su cui versa una cedola a tasso fisso del 2,00%; tale operatore decide di sottoscrivere con una controparte (venditore di protezione) un TRS con cui si impegna a trasferire annualmente tutte le cedole dell' obbligazione oltre a ogni eventuale apprezzamento o deprezzamento rispetto al valore iniziale di 100.000 €; a sua volta il venditore di protezione corrisponderà alla controparte pagamenti periodici indicizzati (ad esempio) al tasso Euribor a un anno aumentato del 0,5%, e si ipotizzi che tale tasso sia pari al 1,00% - 1,4% - 1,5% - 1,1% rispettivamente per il primo, secondo, terzo e quarto anno, in cui invece si verificherà il default;

  Il primo anno, quindi, il compratore di protezione corrisponderà al venditore di protezione 2.000 €, in cambio di 1.500 €;

Il secondo anno il compratore di protezione corrisponderà al venditore di protezione 2.000 € oltre a un plus relativo all' apprezzamento del valore di mercato dell' obbligazione pari ad altri 1.000 €, in cambio di 1.900 €;

Il terzo anno il compratore di protezione corrisponderà i soliti 2.000 €, dato che non si verificano apprezzamenti o deprezzamenti non dovrà sostenere alcun altro costo, e riceverà in cambio 2.000 €;

Il quarto anno si verifica il default. Il compratore di protezione corrisponderà i 2.000 € della cedola ed il titolo obbligazionario di valore residuo pari a 30.000 € (la percentuale di recupero è infatti pari al 30%); il venditore di protezione dovrà invece versare alla controparte 100.000 € pari al valore iniziale dell' obbligazione, oltre a 1.100 €.

- *Collaterized Debt Obligation*

  Il CDO costituisce un' obbligazione derivante dall' unione di svariate attività soggette a rischio di credito; tali attività possono essere prestiti, obbligazioni, debiti, CDS etc.

  Il processo di origine del CDO comincia con la presenza di un "originator" di crediti, ossia un ente che possiede una massa di crediti assistiti o non assistiti da garanzia, e in seguito ceduti ad un ente solitamente creato appositamente e detto SPV (Special Purpose Vehicle), che acquisterà i crediti tramite l'incasso generato dall' emissione di titoli; i crediti passano quindi di proprietà, e si genera una cosiddetta "asset segregation" (separazione patrimoniale); successivamente lo SPV procede alla vendita dei titoli di credito ad un terzo soggetto o al mercato, vendita che dipende solitamente da due fattori: il rating, ossia il punteggio assegnato al singolo titolo da un' agenzia specializzata in base al suo profilo di rischio, e il credit enhancement, ossia la presenza di garanzie dirette o indirette a

sostenimento del credito che hanno anche la conseguenza di aumentare lo stesso livello di rating; le tranche di titoli emessi vanno quindi, in base al rating attribuito, inserite in classi, che vanno dalla classe senior alla classe equity; i titoli appartenenti alla classe senior sono i più sicuri, dato che in caso di default i loro possessori sarebbero i primi a venire remunerati; i possessori di titoli appartenenti alla classe equity sono sicuramente sottoposti al rischio maggiore dato che in caso di default difficilmente recupererebbero i costi sostenuti, ma per questo rischio elevato viene riconosciuto una molto più alta remunerazione dei titoli.

A partire da questa forma base si possono sviluppare strutturazione di CDO più complessi:

I *CDO squared*, in cui il portafoglio alla base del CDO è formato da tranche di altri CDO, con la conseguenza di segmentare ulteriormente il rischio del portafoglio base, e allungare la catena fra rischi originari e rischi derivati;

I *CDO sintentici,* in cui il portafoglio alla base del CDO è formato da CDS: in sostanza l'originator acquista protezione dall'SPV entrando in un CDS avente ad oggetto un determinato portafoglio; quindi l'SPV fornisce protezione all' originator e per sostenere i costi in caso di default investe in collateral Securieties finanziandosi con l' emissione delle tranches.

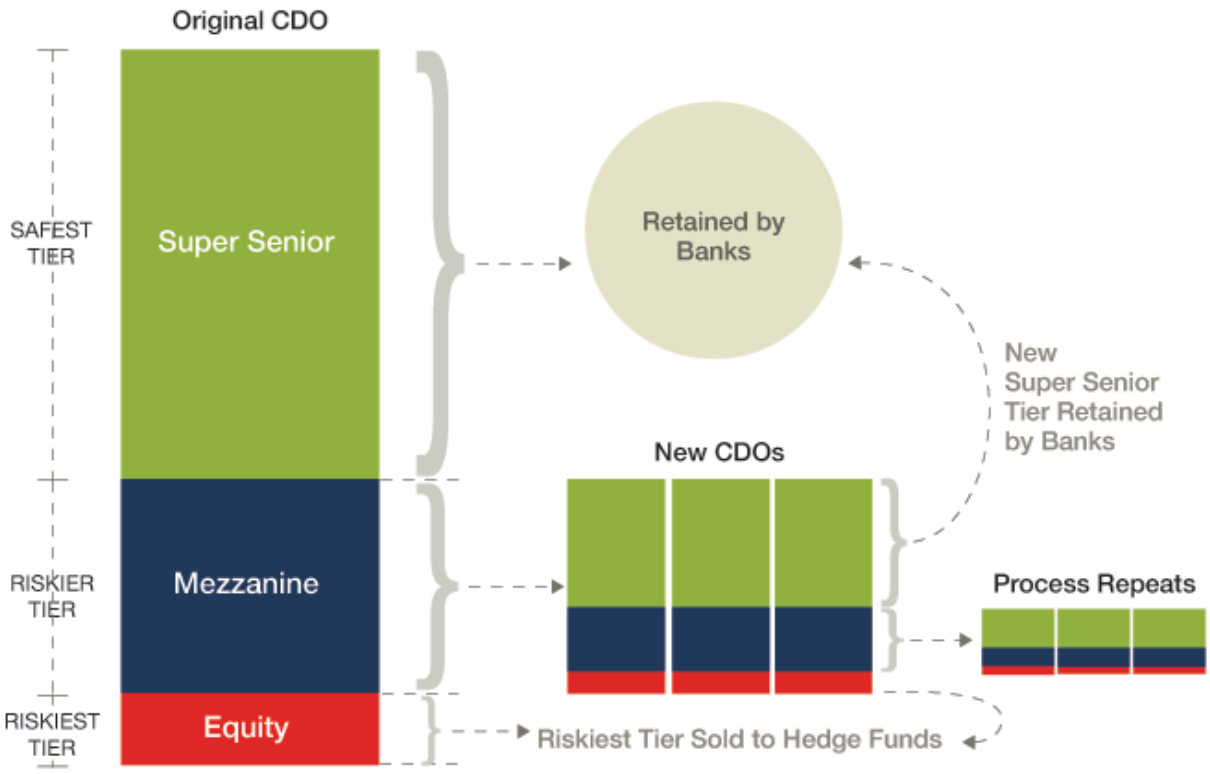


Figura 4

Le operazioni di CDO se eseguite con razionalità e giudizio comporta indubbi vantaggi, come consentire ad aziende e banche di raccogliere fondi tramite monetizzazione di attività esistenti e future, avere accesso a fonti alternative e diversificate di finanziamento riducendola relazione fra il proprio rischio finanziario e quello degli asset, trasferire fuori bilancio il rischio associato a mutui o altri asset, liberando le linee di credito non rischiando cosi di superare i limiti di esposizione e quindi procurando maggiori fondi per fornire prestiti ai clienti.[9]

Nel contempo però, uno smodato e non corretto utilizzo dei CDO porta a far si che tali vantaggi si tramutino inavvertitamente in rischi a livello sistemico, com'è recentemente accaduto diventato una componente fondamentale nella recente crisi; appare ovvio e immediato accostare a questo processo

[9] P. Manca, *"Principi di valutazione dei titoli derivati"*, Giappichelli, 2005

di frazionamento delle più svariate e fantasiose forme di CDO presso una moltitudine di investitori, l'origine della crisi dei mutui sub-prime, con un interminabile allungamento delle relazioni finanziarie tale da non rendere più possibile effettuare una corretta attribuzione del rischio derivato, protraendo questa situazione fino all' implosione del sistema.

CAPITOLO 2:

UN QUADRO STORICO DELLA CRISI

Dopo un'analisi che ha permesso di comprendere meglio le caratteristiche degli strumenti finanziari derivati e dei mercati in cui essi vengono scambiati, si andrà ora a vedere come essi vengono comunemente considerati come il forcone del diavolo, proponendo un quadro generale e storico che permetta di comprendere le dinamiche e le possibili cause alla base del peggiore financing crash a memoria d'uomo.

La letteratura offre svariate teorie sui motivi scatenanti della crisi: alcuni puntano il dito contro la mancanza di regole precise, altri puntano il dito contro la cultura basata sull'aggirare regole che invece erano ben presenti, e cosi via; certamente tutte teorie veritiere, ma un punto di vista molto interessante e intrigante è offerto da *David Monti*, magistrato di Firenze che nel libro "*Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari"* offre un interessante punto di vista proponendo come causa principe il cosiddetto "moral hazard" (azzardo morale).

Per *moral hazard* si intende solitamente, in microeconomia, "*il comportamento di colui che contrae il contratto che, successivamente alla stipula, modifica il proprio comportamento, confidando sul fatto che la controparte non possa verificare la presenza di dolo e negligenza*"[10]. Tale concetto si può ripartire più specificatamente in tre parti:

- *Moral hazard*:

  Si verifica quando le azioni di una parte non possono essere tenute sotto controllo o verificate dalla controparte, oppure quando una parte arriva a

[10] J.C. Rochet, "*The microeconomics of banking",* Mit Press, 1997

conoscere informazioni riservate dopo che la relazione ha già avuto inoizio, cosicché ne possa trarre un vantaggio sconosciuto dalla controparte;

- *Adverse selection (selezione avversa):*

  Si presenta quando una parte conosce informazioni riservate sconosciute alla controparte prima che il rapporto abbia inizio; si differenzia dal moral hazard perché rappresenta un tipo di opportunismo pre-contrattuale e non post-contrattuale;

- *Segnalazione:*

  Simile alla selezione avversa, si verifica quando una parte conosce delle informazioni riservate e invia dei segnali alla controparte che le possono rendere chiare.

Tali concetti possono essere trasferiti anche in campo macro-economico riferendosi a quel comportamento di intermediari (pubblici e privati), o anche a semplici consumatori, che si impegnano in investimenti rischiosi, con la quasi "sicurezza" che non dovranno sostenere il costo di questo rischio in caso di epilogo negativo, ma che questi costi verranno socializzati grazie all' intervento delle varie Autorità Governative; questo sentirsi le spalle sempre in qualche modo coperte, provoca una smisurata e, spesse volte insensata, propensione al rischio, fino ad azzardi che, in condizioni normali, non sarebbero mai presi in considerazione.

Ed è proprio questo aumento della propensione al rischio, col conseguente aumento della propensione all'indebitamento, la causa basilare della crisi; non deve sorprendere, infatti, che le culle della crisi siano stati i paesi anglosassoni il cui modello di sviluppo economico è basato sul debito (U.K. e U.S.A.) paesi caratterizzati da un anomalo livello di indebitamento privato.

La via che, da queste premesse, ha condotto verso la crisi è stata dettata da palesi ed enormi sottovalutazioni dei rischi; sottovalutazioni riconducibili sostanzialmente a quattro tipologie:

1. *"L' illusione cognitiva"* che non ci fosse alcun rischio di sistema, un' illusione creata dallo stesso processo di diffusione e globalizzazione del rischio;
2. L' idea di avere sul mercato dei soggetti *"too big too fail"*;
3. *La sottovalutazione del rischio* di prociclicità delle regolamentazioni;
4. L' idea che l' incremento spasmodico degli assets derivanti dalla *finanza "creativa*", finisse per compensare la diversificazione data dall'integrazione dei mercati;[11]

La sottovalutazione di questi aspetti centrali si può ricondurre al contagio diffuso nella crisi dei mutui subprime; va premesso però che il volume della crisi dei mutui subprime è notevolmente di minore portata rispetto a un'altra crisi che ha coinvolto gli States nel passato, sotto la Presidenza di George Bush I°: quella degli *istituti di credito saving and loans*, anch' essa peraltro generata dal moral hazard; la crisi S&L, infatti, ha avuto un costo stimato pari a 160 bilioni di dollari pari al 3,2% del PIL, mentre il costo della recente crisi dei mutui subprime è stimato intorno all' 1%. Perché quindi le ripercussioni della seconda sono state talmente drammatiche? L'unico motivo è che la crisi degli istituti S&L è rimasta chiusa al settore di riferimento, mentre la recente spropositata crescita delle finanza derivata ha trasmesso il virus della crisi a livello globale; vediamo più nel dettaglio come.

Le fondamenta sono state costruite sulla sostanziale eccessiva permissività con cui gli organi regolatori statunitensi hanno lasciato che gli intermediari finanziari

[11] G. Mussari – D. Monti – A. Micoli, *"Gli strumenti della crisi: i Derivati Finanziari",* Nuova Giuridica, 2011

raccogliessero i mutui e dessero origine a processi di cartolarizzazione tali da finire per rivendere il completo rischio derivante dal mutuo; tutto ciò in pratica provocava un disinteresse da parte degli originators a svolgere un accurata analisi sulla possibilità di recupero il credito prima di emetterlo; una soluzione che appare concettualmente immediata sarebbe stata quella di prevedere l'obbligo per gli originators, una volta assunto un mutuo, di detenerne una parte significativa, tale da aumentare il livello di attenzione; considerando ciò, appare giusto attribuire una sostanziosa responsabilità a lacune del sistema regolativo bancario e finanziario.

Si può dire, infatti, che il processo di vendita dei derivati sui mutui subprime è stato in parte favorito dalle disposizioni contenute nel Basilea 2: queste dicono in sostanza che la determinazione del capitale minimo per effettuare un impiego è in relazione al rating di colui che lo emette.

Ritornando alla crisi, si è cosi creata l'illusione che il prezzo delle abitazioni che continuava ad aumentare, il numero dei default dei mutuatari che continuava a diminuire, l'aumento del rating attribuito alle varie cartolarizzazioni e l'aumento degli acquisti delle banche, fossero tutti aspetti tra loro positivamente correlati; ma il seguente crollo del mercato immobiliare, con il conseguente brusco rialzarsi dei tassi di riferimento, ha fatto crollare questo castello di carta come con una forte folata di vento. Inoltre, nemmeno i tetti dei coefficienti patrimoniali minimi previsti ancora dal Basilea 2 sono serviti come deterrente alle politiche di moral hazard dei grandi operatori bancari: basti pensare, per fare il nome malauguratamente più celebre, che Lehman Brothers, prima del fallimento, presentava un Tier-1 dell' 11%, superiore persino a ciò che è stato previsto col recente Basilea 3; ma discorso analogo potrebbe essere fatto per altri istituti noti come UBS, la Royal Bank of Scotland, o Dexia.

Altro perno della struttura della crisi è stato il leverage (o rapporto di indebitamento, indice utilizzato in ambito finanziario per misurare la proporzione fra capitale proprio e quello di terzi delle risorse utilizzate per finanziare gli impieghi): il verificarsi contemporaneamente di un incremento della leva e lo sbilanciamento degli attivi dal business creditizio a quello finanziario hanno avuti effetti dirompenti sullo sviluppo della crisi negli Stati Uniti.

Non sono comunque mancati i segnali che potevano perlomeno alzare il livello di guardia generale; il problema è che semplicemente non sono stati recepiti.

Portiamo ad esempio due casi eclatanti che, in epoca recente, avrebbero dovuto far squillare un vivace campanello d'allarme; in entrambi i casi, il ruolo del cattivo è svolto da un hedge fund, ovverosia dei fondi d'investimento di grandi dimensioni.

- *LTMC (Long Term Management Capital)*[12]*:*

  Il fondo speculative statunitense *LTMC* è stato sin dal 1994, anno della sua fondazione, uno dei principali fondi di investimento a livello mondiale; ha visto nel suo direttivo personalità di altissimo profilo, come *Myron Scholes* e *Robert Merton* (proprio gli ideatori del celeberrimo modello Black-Scholes-Merton[13]) che fornivano alla compagnia la loro consulenza in ambito matematico.

  Il fondo aveva come core business la pratica di operazioni di arbitraggio su strumenti derivati finanziari su qualsiasi mercato internazionali, e, per farsi un'idea delle dimensioni, all'apice della sua crescita arrivò a gestire un patrimonio stimato in 4 miliardi di dollari.

[12] V.R. Lowestein, *"When genius failed: the rise and fall of Long Term Management Capital",* Random House, 2000
[13] Normalmente detto "di Black-Scholes"

LTMC operava principalmente nel settore dei titoli a reddito fisso, su bonds governativi europei, giapponesi e statunitensi. L'identificazione di disallineamenti (si stima che furono rintracciati circa 38.000 disallineamenti) nei prezzi di alcuni titoli di stato con diverse scadenze quotate sui vari mercati internazionali, la compagnia riuscì a raggiungere incredibili crescite registrando anche straordinari ritorni annuali sul capitale pari ad oltre il 40%.

Ma nell'agosto del 1998, l'inatteso default della Russia rappresentò un brusco risveglio per la compagnia, che nel giro di pochi mesi subì perdite devastanti; solo l' intervento della FED che spinse un consorzio di banche a rilevare la compagnia, riuscì ad evitare un fallimenti che ormai sarebbe stato ineluttabile. Questo inoltre rappresenta il primo maggiore precedente del principio "too big to fail", che è stato uno dei fattori cardine dei problemi negli anni successivi.

Il caso LTCM ha costituito insomma un segnale premonitore, poiché la compagnia evidenziava alcune tendenze comuni con quelle della crisi dei nostri giorni; vediamo quali:

- Eccessivo indebitamento: è stato rilevato che su 100 $ investiti dall' hedge fund, solo 4 $ erano di capitale proprio, aumentando in maniera eccessiva la vulnerabilità della compagnia a fronte degli infenti ritorni sul capitale che questa strutturazione chiaramente consentiva;
- Mancanza di trasparenza delle operazioni: ai primi segnali di difficoltà, questo modus operandi ha avuto conseguenze devastanti per la compagnia, con la fuga di investitori dovuta alla scarsa fiducia;
- La totale correlazione portata dalla crisi: gli assets della compagnia erano eccessivamente dipendenti tra loro, e il default della Russia ha

trascinato in fondo all'oceano tutte le posizioni del fondo con un inevitabile effetto domino;

- *Enron*[14]:

L' *Enron Group* era un fondo d'investimento che operava principalmente nel settore energetico. Nato nel 1895 come società del settore dei gasdotti, nel corso degli anni si evolse in società multimediale di trading in svariate attività (ad esempio legno, acciaio, e-commerce, trasmissioni dati, etc.), fino a diventare sotto la gestione del CEO *J. Skiling* un vero e proprio hedge fund, con il core business avente ad oggetto operazioni su attività ad alto rischio nel settore dei derivati nei mercati OTC. Ma le fortune del gruppo non avevano radici particolarmente stabili e sicure; le sue governance, infatti, avevano sviluppato negli anni un vero e proprio sistema di finanza ombra, in cui le attività venivano finanziate in modo tale da non far figurare passività in bilancio, cosi da non limitare la quota remunerativa per gli azionisti, con il conseguente downgrading nel rate dei titoli quotati.

L'implosione di questo sistema porto nel 2002 Enron al fallimento che, per massa debitoria (10 milioni di dollari) rappresenta uno dei più importanti nella storia degli Stati Uniti. Le ripercussioni generate a catena sono state pesantissime, come il fallimento del gruppo di supermercati Kmart, di alcune compagnie di assicurazione, il licenziamento dei dipendenti, e l' azzeramento dei fondi pensioni della società; gli amministratori, condannati per bancarotta fraudolenta, hanno dovuto scontare pene detentive dai 18 mesi fino ai 24 anni ai quali è stato condannato Skilling, identificato come l'autore della sceneggiatura.

[14] N. Borzi, "*La parabola Enron e la crisi di fiducia nei meccanismi finanziari",* Feltrinelli, 2002

Enron rappresenta quindi uno dei più grandi esempi nell' uso della finanza ombra, pratica diffusasi endemicamente negli anni che hanno portato alla crisi.

Ma cosa si intende precisamente per sistema di finanza ombra?

In sostanza Enron, in un orizzonte temporale più che decennale (dal 1990 al 2001), aveva formato appositamente un elevato numero di SPE, ossia entità esterne alla società che le costituiscono (Sponsor), che emette titoli ed assume debiti coprendosi con la garanzia offerta dal suddetto sponsor: già a dirla cosi appare esserci sotto qualcosa di contorto e poco chiaro;

Queste società, avevano la forma giuridica di SAPA in cui il socio accomandatario era *A.Fastow*, ossia il CFO di Enron, con la conseguenza che, in ogni operazione in cui esse aggiravano da controparte qualificata per lo sponsor, si presentasse un enorme caso di conflitto di interessi. Questo sistema, retto su poco stabili fondamenta di operazioni su derivati prive di un reale fair value, presentava tre tipi di palesi violazioni: mancanza di indipendenza tra sponsor e SPE, insufficienza del capitale minimo dell' equity, e mancanza di trasparenza nei bilanci di Enron.

La casa è crollata quando il valore delle azioni di Enron e gli investimenti coperti dalle SPE hanno iniziato a scendere simultaneamente, creando un collasso provocato dall' improvvisa mancanza di liquidità tale da non riuscire più a coprire i crediti e le operazioni sui derivati.

Ma com'è risultato possibile che le autorità non si accorgessero di un falso in bilancio di dimensioni cosi macroscopiche?

Enron aveva creato un sistema talmente sofisticato nell'uso dei più fantasiosi ed esotici strumenti derivati, per cui non era più praticabile risalire ad un loro effettivo valore reale; i responsabili contabili della società

registravano queste le operazioni sui derivati con la tecnica mark to market (ovverosia contabilizzare le posizioni attraverso una valutazione corrente, e quindi senza una sua effettiva realizzazione), potendo cosi in pratica valutare i titoli in base alle loro esigenze, senza dimenticare che Enron si muoveva su mercati OTC, quindi con totale assenza di criteri oggettivi per attribuire un valore di bilancio ai vari titoli qui quotati.

Enron rappresenta senza alcun dubbio uno dei più grandi esempi di una diffusa cultura di bad governance, seguendo il principio che il profitto sarebbe stato da perseguire anche tramite veri e propri comportamenti criminali.

2.1 LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME

La quantità esplosiva dei fattori di rischio accumulata dalla finanza derivata aveva solo bisogno che venisse accesa la miccia per esplodere, è la scintilla fu proprio quella della crisi dei mutui subprime[15]. Si cercherà ora di ricostruire una timeline che permetta di capire il come ed il perché si è arrivati alla detonazione.

A seguito dello scoppio della bolla della new economy di inizio millennio, la FED decide di rinvigorire l'economia statunitense iniettando liquidità e perseguendo una politica monetaria di tipo espansivo, sino a portare il tasso di riferimento all' 1% nel giugno 2003. L' ingente presenza di liquidità provoca un impennata dei prezzi degli immobili e un aumento del credito immobiliare concesso dai vari istituti finanziari; la bolla immobiliare comincia cosi a crescere obbiettivamente a dismisura, senza che la FED compiesse alcun intervento per limitarla.

[15] V. D'Apice – G. Ferri, *"L'instabilità finanziaria, dalla crisi asiatica ai mutui subprime",* Carocci, 2009

Parallelamente prende piede l'uso nel mercato immobiliare di strumenti finanziari derivati: i mutui vengono impacchettati in CDO e ceduti a Special Purpose Vehicles che accumulano un interminabile portafoglio di mutui ipotecari. Più alto è il rating (in ordine decrescente da senior tranche ad equity tranche) minore il rendimento del titolo strutturato calcolato con metodi matematico statistici; ma a poco a poco il processo di derivazione divenne cosi allungato da prevedere l'emissione di CDO al quadrato o al cubo, in un processo potenzialmente infinito che permette di ottenere illimitata liquidità, ma che ha come contraltare la consequenziale perdita di requisiti soggettivi ed oggettivi per compiere un accorta e razionale attribuzione di un rating sensato[16]. Questa catena di operazioni di repackaging dava l' impressione di ridurre il rischio dato che esso viene diversificato e sminuzzato tra i vari creditori, ma il rischio complessivo sistemico non si riduce affatto.

Si verifica cosi la diffusione di mutui che finanziano solo una piccola percentuale dell'immobile, mutui su case già ipotecate, *home equity loans*, fino ad arrivare al caso folle dei *ninja mortgages*, ossia mutui concessi ad individui privi di reddito ed occupazione; a quest' ultima categoria appartengono i *debitori subprime*, soggetti aventi una difficile storia creditizia, costellata da bassa capacità di rimborso, insolvenze, pignoramenti e, nei casi più gravi, bancarotta.

Si diffondono sul mercato principalmente tre tipi di mutui subprime:

- *Mutui "interest-only"*: prevedono la possibilità di pagare solo la quota interessi per il periodo iniziale del prestito (di solito 5-10 anni);
- *Mutui "pick-payment"*: prevedono per chi contrae il debito la possibilità di scegliere la preferita tipologia di pagamento mensile;

[16] E. Galimberti, "*Economia e pazzia",* Laterza, 2011

- *Mutui a tasso fisso iniziale che diventano successivamente a tasso variabile*, che sono stati quelli maggiormente diffusi sul mercato, oltre che quelli che hanno avuto la maggiore incidenza sulla crisi.

A fine 2006 il mercato dei mutui subprime era stimato intorno ai 600 miliardi di dollari, pari a 1/5 del mercato totale.

Arriviamo quindi all' estate 2007, quando ha inizio il contagio e la crisi dei subprime assume caratteri drammaticamente globali: il primo mercato a venire infettato è quello degli *Asset-backed commercial paper*, tipologia di commercial paper che viene garantita da altre attività finanziarie; l'aumento dei tassi d'insolvenza sui mutui subprime ha provocato una drastica riduzione dei volumi di questo mercato, data l'improvvisa caduta della qualità delle garanzie. La propagazione del rischio si estese quindi a tutte le istituzioni che si erano immerse nel profondo oceano dei derivati, costringendo il governo USA ad intervenire con piani di salvataggio del colosso assicurativo *AIG* e delle agenzie governative dei mutui *Fannie MAE* e *Freddie Mac*, sino ad arrivare alla totale esplosione della crisi con il fallimento di *Lehman Brothers*.

2.2 IL FALLIMENTO LEHMAN BROTHERS

Fondata nel 1850, la *Lehman Brothers Holding* è stata un grande player mondiale nel settore dei servizi finanziari. Il nome è dovuto, come si può intuire, ai fondatori della compagnia, i fratelli Lehman (Henry, Emanuel e Mayer), che orientarono inizialmente la società nel campo commercio del cotone; nel 1906 la Lehman, già membro della Borsa Valori di New York, iniziò a specializzarsi nell' emissioni di titoli finanziari, in collaborazione con *Goldman Sachs & Co..*

Guidata da *Robert Lehman*, la compagnia attraversò egregiamente la burrasca della crisi del ’29, differenziando le proprie attività tra operazioni di venture capital, investimenti radiotelevisivi, e acquisendo un ruolo attivo nello sviluppo dell’ industria petrolifera. Sotto guida del CEO *Pete Peterson*, Lehman divenne la quarta banca più grande degli U.S.A. dopo *Salomon Brothers, Goldman Sachs e First Boston*, con il più alto tasso di rendimento di capitale nel campo dell’ investment banking.

I primi campanelli d’allarme per Lehman Brothers arrivarono già nel 2003, quando la compagnia figurò con altre nove società tra le indagate dalla Procura Generale di New York per indebita influenza esercitata nei confronti degli analisti finanziari del settore di ricerca esercitata dalle divisioni societarie dell’ investment banking, col fine di direzionare a piacimento le analisi e quindi orientare la clientela verso settori preferiti; la sanzione per la compagnia fu di 80 miliardi di dollari, oltre all’obbligo di separare le aree di ricerca e di analisi finanziaria da quella di investment banking.

Ma questo era solo un temporale estivo in confronto alla tempesta iniziata nell’ agosto 2007, quando la società fu costretta a chiudere *Bnc Mortgage* (la sua banca dedicata ai prestiti subprime), tagliando 1.200 dipendenti , con una riduzione di 27 milioni di dollari di goodwill e una perdita stimabile intorno ai 25 milioni di dollari, giustificando tale operazioni con le sopravvenute scadenti condizioni nel settore dei mutui.

Ma è nel 2008 che Lehman affronta una perdita mai vista a causa del persistere della crisi dei subprime, causata dall’incapacità di vendere i titoli a basso rating in portafoglio; nel primo trimestre le azioni della compagnia persero il 73% del loro valore; nel secondo trimestre le perdite raggiunsero i 2,8 miliardi di dollari; Già a Luglio gli scenari che prevedevano l’insolvenza della società apparivano

più che realistici, ma lo spiraglio di luce aperto dall'interesse della *Korea Development Bank* riaccese le speranze, provocando un rialzo in borsa di ben il 16% nell'arco di solo una settimana. Ma tali speranze erano destinate a rimanere tali; la notizia delle difficoltà insormontabili riscontate dalla banca Koreana nel portare avanti l'operazione, rigettò l'istituto nel baratro, fino al crash del 09.09.2008 quando le azioni sprofondarono del 44,95% a 7,79$, con una contestuale perdita di 300 punti dell'indice del Dow Jones. Il completo immobilismo da Washington (inteso sia come governo che come FED) rese vani tutti i tentativi di salvataggio dei giorni successivi, dato che ormai troppi scomparti della nave erano stati invasi dall'acqua e l'unico destino possibile era l'affondamento.

Il 15.09.2008 la società entrò nel *chapter 11*, la procedura di fallimento pilotato prevista della legge statunitense, esponendo attività per 639 miliardi di dollari a fronte di debiti per 613 miliardi di dollari e debiti obbligazionari per 155 miliardi di dollari.

La bancarotta di Lehman Brothers rappresenta il più grande fallimento della storia di un investment bank e delle bancarotte mondiali.

Aprendo una parentesi di soddisfatto sciovinismo, va sottolineato come le istituzioni bancarie italiane hanno sempre tenuto questi aspetti sotto controllo, non sviluppando mai un mercato come quello dei subprime, e mantenendo un tasso di insolvenza creditizia a un ottimo 0,45%; era inevitabile, però, che le conseguenze di una crisi di questa portata era ovvio che si manifestassero sull' economia reale.

La riforma dell' apparato regolatore è in atto a livello mondiale, con il sopra citato accordo di Basilea 3 che ha portato a sicuri miglioramenti come la ricomposizione con diversi criteri del patrimonio di vigilanza, o l' inasprimento

dei requisiti patrimoniali, la riduzione delle prociclicità o il rafforzamento dei presidi a fronte del rischio di liquidità.

Ma forse, anzi senza alcun dubbio, ciò di cui più si ha bisogno è una ripresa di razionalità complessiva. La crisi è stata senza alcun dubbia una crisi di sistema, dovuta alla somma di scriteriati comportamenti individuali e collettivi; il profitto è diventato per chiunque come il rosso per i tori: bisognava raggiungerlo ad ogni costo. Ma è proprio la filosofia di stampo Machiavelliano de "il fine giustifica i mezzi" che ha fatto perdere di vista il come questi numeri venivano costruiti. La crisi ha dimostrato come questo modus operandi sia finito per rappresentare un boomerang, dato che la crisi ha finito per colpire, oltre che gli interessi generali, anche quelli individuali.

La soluzione migliore appare, senza proroghe, quella di tornare a una sana gestione economica e finanziaria.

2.3 PROVVEDIMENTI

E' indubbio come la crisi abbia portato alla luce delle zone di scura ombra nell'ambito della regolazione dei mercati degli strumenti derivati finanziari, dando un forte impulso, per l'avvio di un inevitabile processo di riforma regolamentare; si vedrà ora come nuove correnti di pensiero e proposte si sono sviluppate partendo dagli Stati Uniti ed arrivando all' Unione Europee.

2.3.1 STATI UNITI

Il provvedimento riformatorio del mondo finanziario e creditizio più rilevante negli Stati Uniti è senza dubbio il "*Dodd-Frank Act*", dal nome dei due senatori che l'hanno proposta, e che è stata approvata sostanzialmente bypartisan;

sicuramente altre riforme importanti sono state il "*National Affordable Housing Trust Fund*" e il "*Mortgage Lending Reform*"[17].

- *Il Dodd Frank Act*:

  L'obbiettivo generale di questo testo legislativo, composta da circa 2000 pagine, è quello di creare una "sound economy foundation", ovvero un tipo di sistema economico basato sulla trasparenza e soprattutto su delle fondamenta reali e percepibili, cosi da creare nuove opportunità lavorative e proteggere i consumatori, senza dubbio l'anello della catena più debole e privo di difese.

  Gli highlights estraibili dal testo sono:

  - Creazione di una *nuova Autorità indipendente* presso la FED (chiamata, non a caso, "watchdog"), che abbia il compito di tutelare i consumatori obbligando gli istituti e gli operatori finanziari a fornire informazioni trasparenti per ogni tipo di contratto, dai mutui alle carti di credito fino ai più complessi strumenti finanziari, proteggendoli da pratiche basate sull' asimmetria informativa e sull'inganno.
  - *Stop del "too big too fail bailout",* non obbligando più quindi i contribuenti a pagare di tasca propria (tramite un inasprimento tributario) operazioni di salvataggio per qualunque operatore finanziario che minacci la salute del sistema economico. Tale proposito è perseguito imponendo nuovi, e più stringenti, requisiti di capitale e di leverage tali da rendere impossibile una crescita fuori controllo di qualsiasi intermediario finanziario ed evitare il presentarsi di rischi sistemici.

[17] *Preliminary Staff Report, Reinvestment Act and the Mortgage, Financial Inquiry Commission, US Congress*

- *Aumento della* trasparenza sui principi alla base della contabilizzazione degli strumenti finanziari, dai più semplici ai più esotici, togliendo la possibilità di mettere in pratica processi abusivi che ne permettano una diffusione quasi "clandestina" sui mercati OTC.
- *Aumento sulla trasparenza e controllo sulle agenzie di rating* al fine di proteggere maggiormente i consumatori.
- *Creazione di sistemi di compensazione* per gli azionisti privi di diritto nella corporate governance, che hanno fatto da contraltare ai paracaduti d'oro degli azionisti delle altre categorie.

Il "*Dodd Franck Act*" prevede poi l'istituzione *del Consumer Financial Buerau* con il ruolo di esaminare e creare meccanismi di rafforzamento per le istituzioni bancarie con assets superiori a 10 bilioni di dollari e per gli intermediari collegati al business dei mutui fondiari, oltre a garantire una finalità di tipo educativo, da non sottovalutare, con la creazione di un nuovo ufficio di letteratura finanziari.

Verrà istituito poi il "*Financial Stability Oversight Council*" debito a controllare e prevenire l'insorgere di rischi sistemici. Esso (composto da 10 regolatori finanziari federali, 1 membro indipendente e 5 senza diritto di voto), elaborerà per la FED raccomandazioni affinché la banca centrale tenga sotto attente osservazione i comportamenti per tutte quelle compagnia di cosi elevate dimensione da poter rappresentare un pericolo per il sistema finanziario in caso di bad governance.

L'appositamente creato *Office of Financial Research* avrà invece il ruoto di monitorare ed eventualmente rintracciare i rischi emergenti per l'economia,

tenendo periodicamente aggiornato il congresso con l'elaborazione di report dettagliati.

Altro elemento fondamentale della riforma è la *Volcker Rule*: essa è costituita da un insieme di regole che mirano ad impedire che gli istituti bancari e i loro affiliati possano mettere in atto operazioni di trading proprietario sponsorizzando, quindi, hedge funds e privaty equity funds; unica eccezione è però costituita per i fondi nei quali è previsto che il dirigente esecutivo usi il suo denaro per comperare azioni della compagnia per dimostrare fiducia nel futuro della compagnia.

Ma il vero aspetto nucleare della riforma è creare "*trasparency and accountability to the derivatives parket"*; alla SEC e alla CFTC verrà assegnata l'autorità di regolare i derivati scambiati nei mercati OTC, cosi da individuare e sanzionare le operazioni irresponsabili consistenti nell' assunzione di rischi fuori controllo, e i dealers avranno l'obbligo di possedere adeguate risorse finanziare che permettano di fronteggiare gli impegni assunti.

- *National Affordable Housing Trust Fund*:

Si tratta di un programma permanente consistente in una dedicata fonte di finanziamento non soggetta al processo di stanziamenti annuali. Almeno il 90% dei fondi dovrà essere utilizzato per la produzione, la conservazione, la riabilitazione, o la gestione di alloggi in locazione. Fino al 10% potrà essere utilizzato per le attività di acquisto della proprietà per gli acquirenti della prima casa: la produzione, la conservazione e la riabilitazione, l'assistenza acconto, l'assistenza di costo, e l'assistenza per i tassi di interesse buy-bassi.

E' indirizzata verso le famiglie estremamente basso reddito; almeno il 75% dei fondi per alloggi in locazione dovrà andare a beneficio di famiglie estremamente a basso reddito, stabilite secondo parametri pre-definiti.

- *La mortgage lending reform*:

  La riforma dei mutui fondiari avrà la funzione di garantire che i mutuatari abbiano la reale possibilità di ripagare i prestiti; verranno inoltre proibite le operazioni di prestito irregolari e quelle aventi ad oggetto mutui subprime, oltre alla disincentivazione all'uso degli yeald spread premiums, ossia i premi di produzione per i brokers che hanno l'effetto di incentivare questi ultimi a perseguire gli obbiettivi di profitto a qualsiasi costo. I mutuanti, oltre a subire penalizzazioni se non si adegueranno alla nuova regolamentazioni, avranno l'obbligo di rendere pubblici i livelli massimi dei tassi sui prestiti variabili.

  Nuove norme vengono introdotte anche per gli Hedge Funds e per le agenzie di rating. Per quanto riguarda le prima si perseguirà l'obbiettivo di eliminare i gap nella loro regolamentazione e porre fine al sistemna della finanza ombra, obbligando ogni Hedge Fund e ogni Advisor di Private Equity a registrarsi presso la SEC. Per quel che concerne le seconde ci si è focalizzati principalmente sulla prevenzione di eventuali conflitti di interesse: i pubblici ufficiali che lavorano nelle agenzie non potranno avere ruoli anche nelle agenzie private di rating, pena l'eliminazione dell'ente coinvolto dal registro delle agenzie di rating.

2.3.2 UNIONE EUROPEA

A livello Europeo la situazione è ancora intricata. La complessità dell'apparato legislativo e la difficoltà nel trovare non solo accordi, ma anche solamente un punto di vista comune all' interno dell' UE, rende il processo riformativo complesso e difficilmente organizzabile.

Finora, malgrado dei passi avanti siano stati fatti, si è ancora fermi sul piano delle proposte delle bozze.

A livello pratico, un ruolo importante lo sta ricoprendo l'*Esma*: la nuova authority Europea di vigilanza sui mercati finanziari, creata nel 2011, ha l'importante ruolo di creare una cooperazione tra le diverse autorità nazionali, affinché le azioni dei singoli stati si basino sui principi comuni all' unione.

Il punto però senza dubbio più discusso, ed anche di più complessa risolvibilità, è quello relativa all'apparato sanzionatorio; esso rimane tuttora appannaggio della commissione Europea, ma varie correnti di pensiero ritengono che sarebbe utile creare un agenzia indipendente che provveda a svolgere operazioni di identificazione di eventuali illiceità e penalizzazione dei soggetti coinvolti, o magari attribuire questo ruolo proprio al neonato Esma.

Di matrice comune alla riforma messa in atto negli Stati Uniti, è la persecuzione di propositi di trasparenza e pubblicità nelle operazioni di scambio dei servizi finanziari, con un inasprimento delle sanzioni previste in capo ai soggetti scoperti a svolgere pratiche abusive, e per le agenzie di rating in caso di conflitto d'interesse.

Inoltre è in cantiere una riforma della regolazione del regime retributiva dei dirigenti, che non deve incentivare l'assunzione eccessiva di rischi dai parte dei singoli, e, se la retribuzione è legata alle performance, essa deve esser

spalmata su più anni cosicché le governance perseguano obbiettivi legati al lungo periodo, e non solo al perseguimento del massimo profitto nel breve.

Va infine sottolineato che, a differenza di quanto accade negli Stati Uniti con la Volker Rule, l'Europa non condivide la proposta di sperare le attività bancarie dal trading operativo, ma il suddetto problema della difficile cooperazione all'interno dell' Unione rende il paesaggio soggetto a repentine e a volte inaspettate variazioni[18].

[18] R. Tarolli, "*Il fallimento di mercato e i suoi antidoti: la proposta di regolamento CE ed i suoi sistemi*", Rivista di diritto bancario 2012

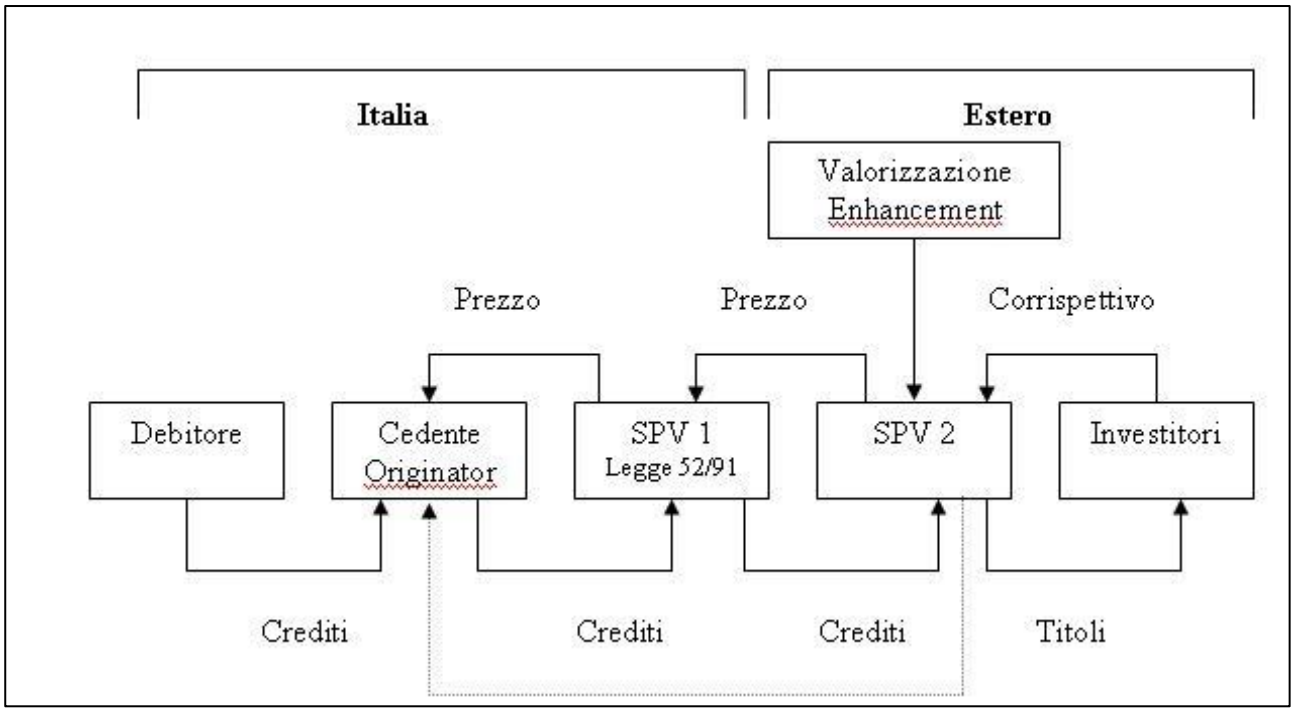
CAPITOLO 3:

IL PROCESSO DI CARTOLARIZZAZIONE

Come si verifica nella pratica la diffusione della finanza derivata?

In questo capitolo si illustreranno sinteticamente le dinamiche e i soggetti alla base del processo di cartolarizzazione, e come in sostanza vengono "creati" e scambiati i derivati, così poi da fornire un quadro, il più possibile chiaro, che permetta andare a vedere le ripercussioni che questo può avere sulle dinamiche economiche più vicine a noi.

La prima cartolarizzazione sembra risalga al 1977 quando l'agenzia Ginnie Mae ha acquistato da Bank of America un portafoglio di mutui immobiliari emettendo i primi titoli *RBS (Residential Backed Securities*). I titoli di cartolarizzazione si differenziarono poi in *RMBS (Residential Mortgage Backed Securities*, titoli garantiti da mutui fondiari) e *CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities*, titoli garantiti su immobili di tipo commerciale). In Europa la prima cartolarizzazione è stata realizzata nel 1987 e in Italia nel 1990 con la cartolarizzazione *Citicorp Investment Back* di Londra che ha "securizzato" un portafoglio di prestiti per circa 210 mld di lire concessi da Citifin Finanziaria a residenti italiani per acquisti immobiliari e crediti al consumo.



I soggetti base di un processo di cartolarizzazione di crediti sono quindi:

- *Originator*: è il soggetto che inizia il processo cedendo una certa quantità di crediti; non esistono veri e propri limiti riguardanti la tipologia di crediti oggetto dell' operazione, anche se solitamente essi sono caratterizzati da una discreta vita residua (tra i 12 e i 24 mesi), da una non elevata entità e da un piano di rimborso il più possibile chiaro e definito, o perlomeno queste caratteristiche dovrebbero essere presenti in una "buona impostazione" del processo, non sempre in vero perseguita. Quindi possono essere cartolarizzati anche crediti in sofferenza, i cosiddetti *non performing loans*, come in effetti spesso è accaduto; il considerevole vantaggio di usare questi crediti è che, cedendoli ad un' apposita società, che in cambio riceverà i compensi di commissione, vengono in pratica eliminati i relativi costi dai bilanci.

- *Special Purpose Vehicle*: è la società alla quale l'originator cede i crediti, e che, a fronte di questi, emette dei titoli; la legge stabilisce che tali società veicolo devono avere ad oggetto esclusivamente i processi di cartolarizzazione.

  Dopo averli acquisiti, i crediti vanno a costituire un patrimonio separato nella SPV e la garanzia che l'originator presenta è ininfluente in confronto alla grandezza del capitale.

  La SPV finisce quindi per ricoprire i ruoli di debitore principale verso i finanziatori, controparte nei contratti sottostanti, e titolare dei flussi di cassa relativi al portafoglio; tali flussi sono utilizzati per pagare le quote capitali e interessi, oltre che per coprire i costi di commissione; la SPV deve inoltre costituire, parallelamente all' emissione dei titoli, una riserva di liquidità finalizzata alla copertura di eventuali ammanchi, il cui importo è dipendente dal rating dell' operazione. L'emissione avviene attraverso una diversificazione dei titoli in diverse tranches con diversa scadenza e diverso rating, permettendo cosi agli investitori di scegliere quali titoli acquisire diversificando il proprio portafoglio: le tranches juniors assorbono prima delle altre le perdite, mentre le tranches senior hanno a disposizione solo il residuale.
- *Arranger*: è la società che ricopre il ruolo di trattare con la Special Purpose Vehicle per conto degli investitori.
- *Società di rating*: è il soggetto che fornisce un servizio informativo all' investitore preparando dei giudizi sull' emittente e sull' emissione dei titoli; ricopre un ruolo fondamentale dato che determina sostanzialmente il livello di rischio al quale l'investitore va incontro sottoscrivendo l'operazione, dato che il rating consiste in un analisi qualitativa e quantitativa che prende a

riferimento le performance storiche, il tasso di ritardo nei pagamenti e nel recupero crediti, oltre a tutte le informazioni e i dati sulla società emittente.

Va sottolineato che il verdetto è emesso in base al "worst case scenario", ovvero la probabilità che si realizzi lo scenario meno auspicabile.

- *Credit enhancer*: è il soggetto che fornisce le garanzie; può essere interno (e quindi coincidere con l'originator) o esterno, aprendo quindi lettere di credito, polizze assicurative, fideiussioni o swap.

  Il livello della garanzia viene determinato in base al rating della tranche a cui il titolo appartiene; ad esempio se il rating della tranche junior p basso, il livello della garanzia da prestare è più alto, poiché servirà per coprire le perdite in contagio sulle tranche più alte sino a quella senior, e di conseguenza ci sarà un sensibile aumento del costo del credit enhancement.

- *Advisor, arranger, servicer*: sono i soggetti che curano il controllo e l'organizzazione dell'operazione.

  L'advisor svolge consulenza sui tempi, oggetto e su tutti i passaggi necessari per il compimento dell'operazione.

  L'arranger è di solito costituito da una o più banche che organizzano il prestito e assistono il cliente nella strutturazione della cartolarizzazione tenendo relazione con le agenzie di rating e i prestatori di garanzie.

  Il servicer svolge il ruolo di vigilare e controllare la regolarità dell' operazione agendo nell' interesse dei portatori dei titoli; in particolare Bankitalia indica che il servicer deve controllare e verificare che le somme finiscano sui conti di SPV senza confondersi con altri beni di quest'ultima, l' assenza di conflitto di interessi e i flussi di casa pervengano nel rispetto delle scadenze pattuite.

Ma cos'è che rende tale processo cosi rischioso? Il rischio deriva da insidiose asimmetria che possono innescare pericolose conseguenze in un processo cosi allungato; vediamo quali:

1. *Asimmetria fra il borrower e l'originator*:

   Vi può essere un asimmetria informativa sfavorevole al borrower e che da linfa al predatory lending istinct dell'originator che tenterà sempre di inserire nell'accordo crediti di bassa qualità.

2. *Asimmetria tra investor e originator/SPV*:

   Vi può essere un asimmetria informativa sfavorevole all'investor, che con difficoltà può riuscire a comprendere operazioni quali gli RMBS (Residential Mortgage Backed Securities), i CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities), gli ABS (Asset Backed Securities), i CDO etc..

3. *Asimmetria tra arranger e originator:*

   Vi può essere un asimmetria informativa sfavorevole all' originator, poiché l'arranger conosce la reale natura dei crediti del proprio portafoglio.

4. *Asimmetria tra investor e agenzia di rating*:

   Vi può essere un asimmetria informativa sfavorevole all' investor; infatti c'è il rischio che si possa venire a creare (come in effetti è accaduto) un pericoloso conflitto di interessi dato che l'agenzia di rating viene pagata dall'arranger, che ovviamente ha interesse ad avere un rating di buon livello; l'unica cosa su cui può contare l'investor è la fiducia nel rating.

Queste asimmetrie appena elencate possono rappresentare niente di meno che le incubatrici del virus del moral hazard di cui si parlava in precedenza, se non vengono messi in atto meccanismi di cautela[19].

[19] V. Tielmann, "*Finanzakrise, analysis and reasons for the subprime crisis",* Verlag, 2009

Un processo di cartolarizzazione “ben eseguito” può portare ad esiti molto positivi, ma se invece esso viene utilizzato come un “originate to sell” (com’è accaduto per i mutui subprime) per vendere il maggior numero possibili di collaterali problematici e rischiosi con un ottica esclusivamente limitata al breve periodo, gli effetti sul lungo possono essere disastrosi.

Diventa quindi molto importante definire delle precise regole utili a garantire un più corretto uso di questo processo.

CAPITOLO 4:

GLI STRUMENTI DERIVATI NEGLI ENTI LOCALI

Quando si parla dell'utilizzo degli strumenti derivati negli Enti Locali e nelle amministrazioni pubbliche italiane in generale, bisogna essere realisti: sono settori che rappresentano per le banche e per gli intermediari finanziari un ambito stimolante, ed anche più rassicurante rispetto a quello non sempre sufficientemente chiaro e trasparente come può essere quello della piccola e media imprenditoria; ed è proprio per questo che, a rigor di logica, l'amministrazione pubblica dovrebbe essere la controparte più cauta ed avveduta, ma non sempre è cosi.

Partendo da un proposito di prototipo economico sociale Keynesiano, si potrebbe dire che entrambe le controparti, banche e amministrazioni pubbliche locali, ovviamente nella distinzione degli interessi da curare e nella diversità delle regole da osservare, dovrebbero, a dire il vero, concorrere con ruoli differenti ma convergenti, al perseguimento di un interesse pubblico, legato al raggiungimento dello sviluppo socio-economico del territorio e quindi del Paese, e del maggior benessere che ne scaturisce, superiore rispetto agli interessi e al bene delle parti singolarmente considerate.

C'è dunque, sotto questi aspetti, una dimensione di solidarietà (come si analizzerà più dettagliatamente nel finale dell'elaborato) da recuperare: innanzitutto negli enti, nel senso di perseguire e assicurare un coerente e determinato conseguimento dei fini pubblici assegnati; poi nelle banche, nel senso di non cadere nella trappola della volontà di speculazione, che potrebbe determinare non considerati e indesiderati effetti boomerang e di chiusura per le diffidenze che ne scaturiscono

sul versante pubblico, ma anche sulla ricerca di soluzioni nuove da parte del mondo della piccola e media impresa.

Ma il clima di incertezza, la crescente attenzione per gli effetti di spinte inflazionistiche, l'integrazione e la globalizzazione dei mercati hanno contribuito ad accrescere la sensibilità dei gestori della finanza degli enti locali nei confronti del rischio rappresentate dalle variazioni dei tassi di interesse e degli effetti che queste producono sugli oneri per la remunerazione del debito.

Dal processo di deregolamentazione e di rafforzamento delle autonomie locali è scaturita la possibilità di un maggiore impiego di strumenti da destinare alla copertura dei rischi finanziari soprattutto a seguito della **L. 28.12.2001 (Legge Finanziaria 2002, art. 41)** che ha concesso agli enti locali, consorzi tra enti territoriali e regioni la facoltà di "*emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso di capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione swap per l'ammortamento del debito*".

In termini operativi, il contenuto della norma citata ha rappresentato un esplicito invito agli enti a passare da una gestione passiva degli strumenti di debito, dell'instabilità e dell'imprevedibilità, al cosiddetto *financial risk management* inteso come modalità di controllo dei rischi finanziari al fine di un equilibrato sviluppo dei flussi in entrata e in uscita e della tutela della capacità di indebitamento.

L'importanza di questo tema[20] appare evidente considerando la possibilità per gli enti pubblici, utilizzando singolarmente o in combinazione gli strumenti derivati, di adottare strategie di copertura o di cambiare radicalmente le caratteristiche della propria struttura finanziaria, creandone una nuova, detta sintetica, che corrisponda ai rispettivi obiettivi per quanto attiene alla combinazione rischi/oneri/rendimento.

[20] M. Atelli, *"Gli strumenti derivati negli enti locali",* Il Sole 24 ore, 2008

In sintesi, i benefici principali che gli enti locali possono ottenere da un'attenta applicazione del financial risk management e dall'utilizzo degli strumenti della finanza derivata consistono[21]:

- Nel superamento di una visione statica del debito residuo rappresentato da mutui e prestiti obbligazionari;
- Nella possibilità di intervenire sulle caratteristiche del passiva, evitando di erodere i margini disponibili nel plafond di indebitamento massimo;
- Nella possibilità di ridefinire i flussi finanziari derivanti da una determinata struttura del passivo;
- Nello sfruttamento a proprio vantaggio di qualsiasi movimento della curva dei tassi di interesse a termine;
- Nella stabilizzazione delle condizioni di equilibrio finanziario, grazie alla possibilità di ottimizzare il costo dell'indebitamento in relazione all'andamento dei tassi di interesse di mercato;
- Nella creazione di margini di manovra finanziaria più ampi da destinare alle spese per investimenti;
- Nella possibilità di migliorare il proprio rating per effetto della ristrutturazione dei debiti pregressi.

Le opportunità prospettate sono apparse evidenti all'inizio dello scorso decennio, soprattutto in relazione alle difficoltà incontrate da molti enti locali nel rinegoziare le condizioni che regolavano i debiti in essere, e nello scenario di mercato allora improntato ad una sostanziale stabilità dei tassi di interesse a breve.

[21] G. Maci, "*I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali",* Edizioni Scientifiche Italiane, 2009

Nel triennio dal 2002 al 2004 da parte degli amministratori di molti enti è stata sottovalutata la necessità di un utilizzo degli strumenti derivati improntato su una logica non speculativa, avendo come unico obbiettivo la riduzione dell'ammontare complessivo degli oneri finanziari e, in qualche caso, il fabbisogno di cassa.

Si è quindi spesso operato con orizzonti di valutazioni di breve periodo, non tenendo conto dell'impossibilità di previsioni attendibili oltre un biennio e gli effetti moltiplicativi intrinseci alla struttura degli strumenti stessi.

Le esigenze dei gestori degli enti pubblici locali hanno trovato come contropartita più frequente la proposta di banche di contratti Forward, e IRS, di cui si è parlato in precedenza.

Lo sviluppo nell'utilizzo degli *interest rate swap* è attestato dagli elevati trend di crescita osservati nel recente passato. Una particolare fattispecie di tali contratti, proposta frequentemente da intermediari finanziari a enti locali con la finalità di ristrutturare il debito con un contemporaneo introito di liquidità a favore dell'ente stesso è l'*interest rate cap*; si tratta di un contratto particolare tramite il quale il *venditore* (l'ente) incassa un *premio* (rappresentato dal valore dell'opzione cap) assumendosi l'*obbligo* di corrispondere all'acquirente del contratto (di solito una banca), a ognuna delle scadenze pattuite, il *differenziale* tra un tasso variabile di riferimento (di solito il tasso Euribor a tre o sei mesi) ed un tasso fisso (denominato tasso cap o strike rate) stabilito al momento della stipula riferito ad un *importo convenzionale* (generalmente lo stock di debito residuo riferito ai mutui in essere di cui è debitore l'ente alla diverse scadenze).

Il compratore dell'opzione cap (la banca) è tipicamente un operatore che, avendo proprie posizioni debitorie a tasso variabile o creditorie a tasso fisso,

desidera cautelarsi e proteggersi rispetto all'evenienza di un rialzo dei tassi al di là di una certa soglia (*tasso strike o cap*).

Appare chiaro che solo una corretta definizione del valore di ogni contratto aperto permette agli operatori di determinare l'esatta dimensione del rischio a proprio carico, derivante dalla posizione complessiva assunta nei mercati.

Nella valutazione dei rischi a carico degli enti pubblici che negoziano questi strumenti occorre prestare attenzione in particolare ad alcuni aspetti:

- Negli swap su interessi, in quanto strumenti derivati, i pagamenti e gli incassi avvengono *senza cessione di capitali*, ma secondo i valori assunti da un parametro variabile legato a un altro strumento finanziario.
- Essi rappresentano uno *strumento fuori bilancio*, e pertanto, per effetto della conclusione del contratto, salvo alcuni casi particolari, non sorge alcun debito o credito verso la controparte, ma solo impegni futuri ad annotare nei conti d'ordine. Al momento della stipula del contratto, per alcune tipologie di swap, può essere previsto unicamente il versamento di somme a titolo cauzionale il cui importo è comunque notevolmente inferiore rispetto al capitale nozionale di riferimento.
- *Gli swap su interessi nascono come strumenti Over The Counter*; per questo motivo gli IRS da un lato si prestano a soddisfare esigenze finanziarie molto diversificate, ma d'altro canto prospettano rischi maggiori a causa dell'assenza di elementi tipici della standardizzazione (come visto in precedenza).

Ciò considerato, l'obbiettivo principale per un ente locale nel compiere operazioni fondate sugli IRS è in sostanza un tentativo di arbitraggio finalizzato

alla riduzione del costo di indebitamento (o all'incremento del rendimento degli impieghi).

L'utilizzo di questa categoria di strumenti, laddove correttamente applicata, ha permesso infatti la ristrutturazione del debito presso gli enti stessi, intervenendo esclusivamente sulle caratteristiche dei flussi. I problemi principali sono stati invece riscontrati nella scarsa trasparenza delle condizioni di offerta e nella tendenza, da parte della maggioranza degli intermediari finanziari, ad approfittare della scarsa dimestichezza dei gestori della finanza locale con le tecniche caratteristiche degli strumenti derivati. In alcuni casi, i rischi impliciti nell'impegno in un campo di attività altamente specialistico e notevolmente influenzato da componenti incerte e aleatorie hanno rappresentato una minaccia e non una opportunità per gli enti territoriali coinvolti. L'inesperienza dei gestori della finanza degli enti pubblici locali ha trasformato il mercato in un habitat in cui gli intermediari possono trarre vantaggio da una posizione palesemente privilegiata. Quando ciò non è accaduto è stato perché la negoziazione degli strumenti in questione si è compiuta in corrispondenza di esigenze ben definite sia sul piano quantitativo, che su quello qualitativo. In particolare, per gli enti è doveroso astenersi da manovre che, attraverso l'uso di strumenti derivati, mirino a soddisfare fabbisogni contingenti di bilancio, o peggio ancora, la copertura del disavanzo di parte corrente.

4.1 UN'ANALISI QUANTITATIVA

L'espansione del mercato dei derivati applicati alla gestione del debito degli enti locali e territoriali può essere fatta risalire ai primi anni 2000, quando in corrispondenza della marcata riduzione dei tassi Euribor che si stava verificando, in particolare a partire dal 2001, molte amministrazioni locali

intravidero la possibilità di ridurre l'incidenza degli interessi passivi sulle proprie uscite[22].

Infatti, le tradizionali operazioni di finanziamento sino ad allora stipulate (in generale mutui contratti con la Cassa Depositi e Prestiti o con il sistema bancario) presentavano elevati tassi fissi su operazioni a lungo termine poste in essere negli anni precedenti l'introduzione dell'euro. Quindi, la possibilità offerta da alcune controparti di effettuare operazioni di *Interest Rate Swap* per la trasformazione del tasso debitorio da fisso a variabile, in modo da beneficiare di tale prolungata riduzione, rappresentava un'opportunità che molti enti consideravano seriamente.

Nel contempo le condizioni di mercato createsi avevano favorito (anche grazie alla sostenuta offerta commerciale delle principali banche d'investimento estere) la domanda per titoli obbligazionari *bullet* emessi dalle cosiddette municipalities, segmento già piuttosto sviluppato in altri contesti soprattutto grazie alla maggiore liquidità di questa categoria di asset rispetto al normale mutuo.

Queste scelte operative, che avevano finalità condivisibili sotto un punto di vista della gestione del debito complessivo, erano state inizialmente intraprese senza un quadro normativo di riferimento ed avevano prodotto una proliferazione di tipologie di operazioni derivate di difficile quantificazione e catalogazione. Inoltre si era constatato che le indicizzazioni utilizzate per i parametri o le motivazioni fondamentali alla base delle operazioni non sempre avevano attinenza con finalità di copertura dell'indebitamento, quanto piuttosto con logiche di breve termine miranti a fare fronte ad esigenze temporanee di cassa o a spostare l'entità dei flussi da pagare nei successivi esercizi.

[22] L. Nadotti, *"I derivati nelle P.A. locali: Origine, dimensione e criticità",* FrancoAngeli, 2008

Divenne, pertanto, utile procedere ad un inquadramento del fenomeno sorto in maniera spontanea, definendo le tipologie indicate per una corretta gestione delle passività, ed inserendo nel sistema delle comunicazioni delle operazioni di indebitamento effettuate dagli enti territoriali anche quelle relative ai contratti in derivati.

L'intento è stato, come detto nei capitoli precedenti attraverso le leggi Finanziarie susseguitesi, di rendere più flessibile e trasparente l'utilizzo da parte degli enti degli strumenti presenti sul mercato finanziario, responsabilizzando le amministrazioni nel contempo sia in relazione alla convenienza delle condizioni finanziarie sia con riguardo alla distribuzioni degli oneri nel corso del tempo.

Certamente decisivo e rilevante[23] è l'**art. 62 del D. Lgs. 25 giugno 2008, n. 112**, contenente disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria che recita "*Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi",* vietando in sostanza agli enti locali di sottoscrivere contratti in strumenti finanziari

[23] P. Fadel - A. Marangoni *"Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa",* Rivista di diritto bancario, 2008

derivati; un segnale, senza dubbio, che la situazione era discretamente sfuggita di mano.

Per rendere più chiaro l'aspetto quantitativo relativo alla diffusione attuale e negli anni trascorsi di questi strumenti all'interno delle pubbliche amministrazioni, sulla base dei dati raccolti (in particolare grazie ai rapporti sulla finanza territoriale susseguitisi negli anni e forniti dal sito web camera.it) si sono elaborate una serie di tabella utili per comprendere la dimensione del fenomeno analizzato, utilizzando come orizzonte temporale ritenuto significativo gli ultimi otto anni[24].

	2005	*2006*	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*	*2011*	*2012*
Regioni	**9 (45%)**	**10 (50%)**	**11 (55%)**	**13 (65%)**	**12 (60%)**	**12 (60%)**	**11 (55%)**	**11 (55%)**
Province	**32 (29%)**	**35 (32%)**	**38 (34%)**	**32 (29%)**	**28 (25%)**	**28 (25%)**	**25 (23%)**	**24 (22%)**
Comuni	**403 (4,84%)**	**415 (5,12%)**	**461 (5,69%)**	**418 (5,16%)**	**430 (5,31%)**	**255 (3,15%)**	**188 (2,32%)**	**165 (2,76%)**

Tabella 1

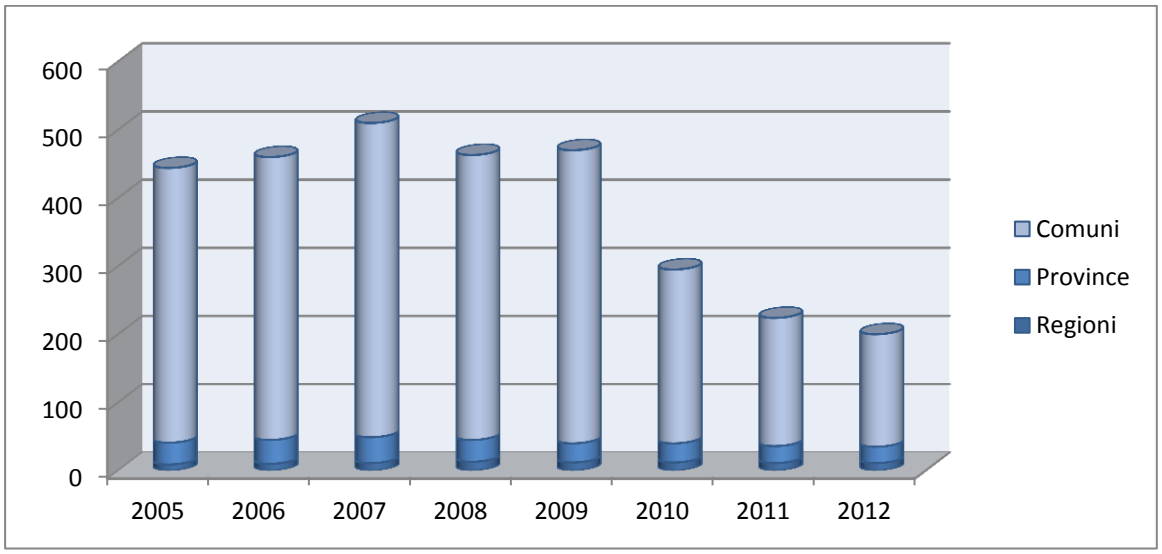


Tabella 2

[24] *La Finanza Territoriale in Italia, Rapporto 2012*

Come precedentemente detto, anche dai dati raccolti si evince come la crescita esponenziale di enti utilizzanti strumenti finanziari derivanti, dopo una crescita nei primi anni 2000, raggiunge il suo preoccupante picco nel 2007, quando si contavano ben 16 regioni, 38 province, 461 comuni attingenti al mercato dei derivati. Negli ultimi anni, grazie ai provvedimenti presi, si vede come il numero di enti coinvolti si sia drasticamente ridotto, dato il divieto esplicito della possibilità di stipulare contratti.

Interessante è vedere la distribuzione degli enti coinvolti sulle macroaree territoriali, in questo caso utilizzando dati del report sulla finanza locale 2012, relativi quindi alla situazione attuale:

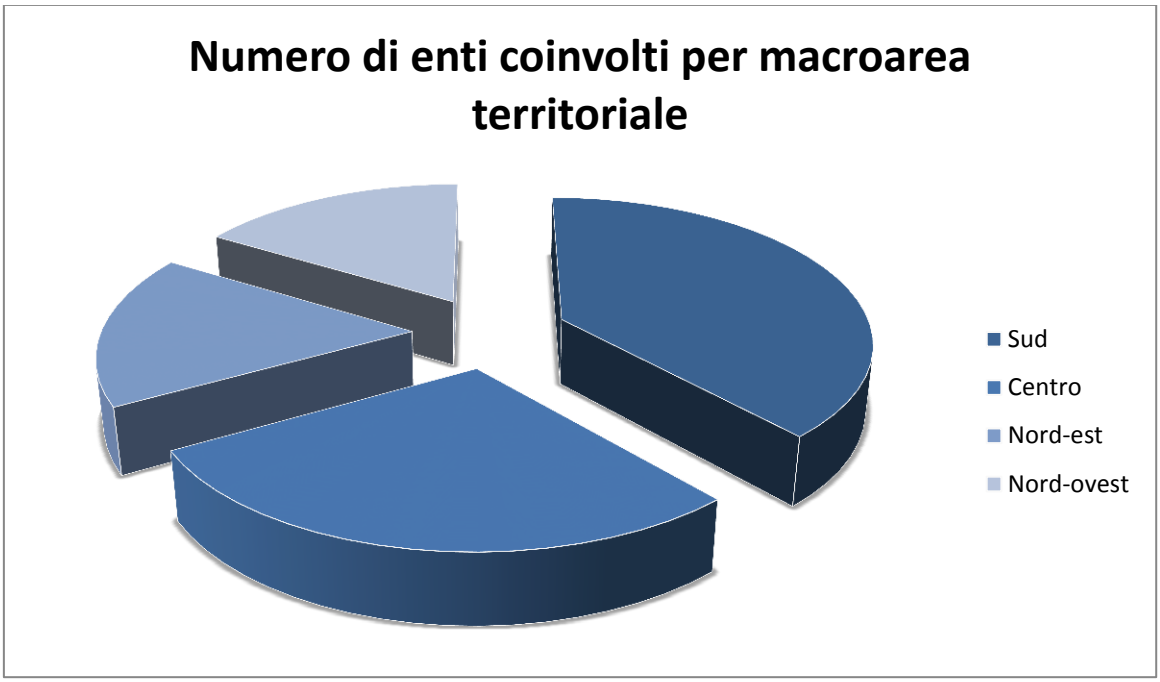


Tabella 3

La Regione con il maggior numero di Amministrazioni interessate è la Lombardia (27) seguita – a livello nazionale – da Veneto e Campania (21 e 19). Analizzando i valori per partizione territoriale, al Nord dopo la Lombardia emerge l'attività del Veneto, prima regione nel Nord-Est, mentre al Centro risultano particolarmente rilevanti le Amministrazioni di Lazio (16) e Toscana

(15). Nel Sud, infine, alla Campania fanno seguito Sicilia (13) e Puglia (12). Dall'osservazione complessiva della ripartizione del numero di operazioni in derivati per macroarea emerge come ben il 41% delle stesse è concentrato nelle regioni del Nord, seguite da quelle del Sud (34%) e, quindi, del Centro (25%). Dall'esame del valore di mercato dei contratti nel periodo storico considerato spiccano i dati relativi alla Campania, che si conferma per tutti gli anni analizzati tra le Regioni con il maggior valore di mercato negativo delle operazioni in derivati sottoscritte.

Conseguentemente alla riduzione degli enti coinvolti, ovviamente, si è verificata anche una contrazione della quantità di capitale nozionale impegnato, passando dal picco dei 45,06 mld di euro del 2007 al 16,56 mld di euro del 2012. Sono le regioni (anche per intuitivi motivi dimensionali) a coinvolgere il maggior valore di nozionale, con in media ben il 47,38% del complessivo utilizzato, seguiti dai comuni capoluogo con il 31,25%, dai comuni non capoluogo per l'11,50% e infine le province con il 9,87%.

Appare utile, inoltre, distinguere tra il nozionale derivante da contrattazioni con banche nazionali e nozionale derivante tra stipulazioni di contratti con banche estere:

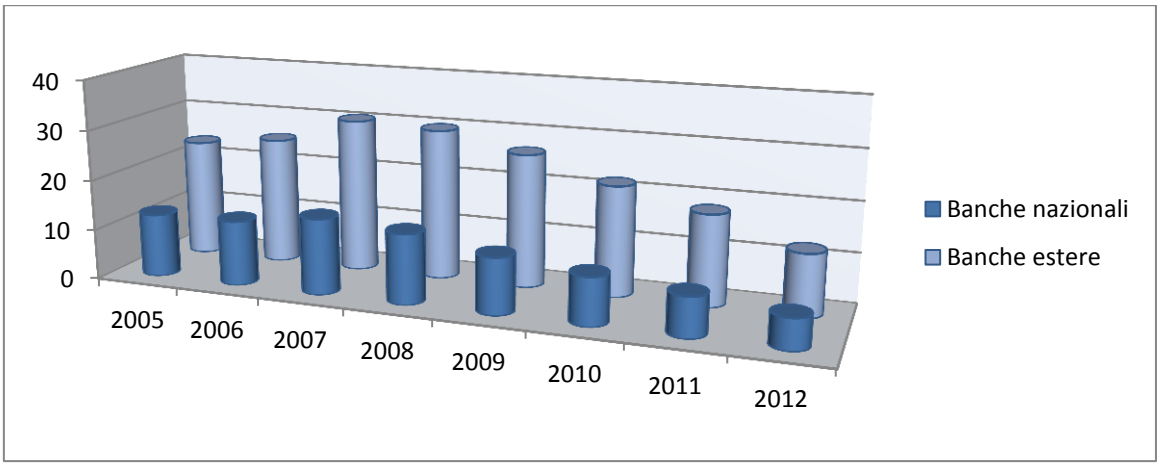


Tabella 4

Oltre al prevedibile calo (evidenziando comunque l'altissimo valore del picco del 2007 con 37,59 mld di euro di nozionale) verificatosi a cavallo dei due decenni, il dato più interessante da sottolineare è come, negli anni, circa il 60% del nozionale complessivo oggetto di operazioni derivate dei nostri enti locali sia stato stipulato con controparti estere, mentre solo il rimanente con banche italiane o filiali nazionali di operatori bancari esteri (quindi soggette comunque a normative di vigilanza nazionale).

Entrando ancora di più nel dettaglio, si evidenzia che le controparti extra-nazionali censite siano circa una ventina, ma solo le top 5 (JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley) rappresentano circa ben il 70% degli importi nozionali di riferimento segnalati, a conferma di un'elevata specializzazione richiesta agli intermediari e della conseguente concentrazioni di questo segmento di mercato.

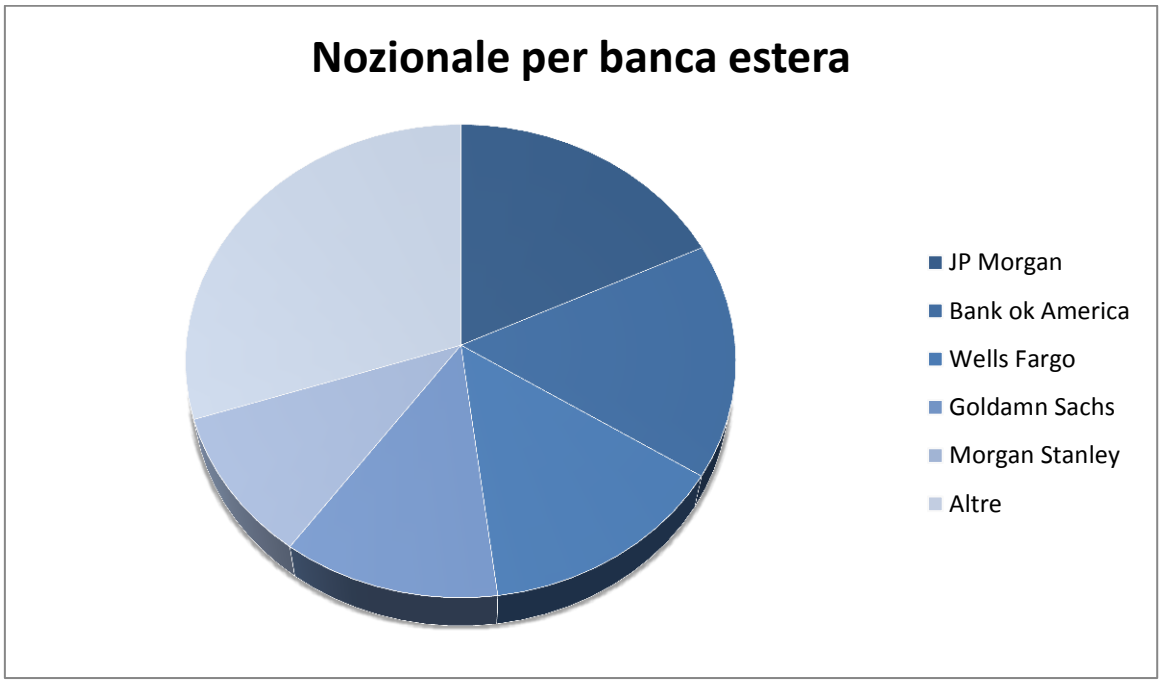


Tabella 5

Dai dati forniti si può evidentemente osservare come gli interventi normativi hanno dato i loro frutti; la riduzione delle attività di investimento degli enti locali

e territoriali è sicuramente legata sia al diminuirsi della loro capacità di indebitamento (nata con l'importante suddetto decreto del 2008), sia a una costante contrazione dei trasferimenti statali, sia da vincoli sempre più stringenti imposti dal Patto di Stabilità.

Appare palese come la principale difficoltà incontrata nel corso dell'esperienza sinora maturata presso il Dipartimento del Tesoro sia stata la gestione di un elevato numero di casi e situazioni, per le quali è stata fondamentale la disponibilità degli enti stessi in termini di comunicazione e di competenza, e dove è stata ed è in sostanza impossibile (data la spiccata componente tecnica della materia e la rapidità di esecuzione che caratterizza i mercati finanziari) separare la responsabilità dell'assunzione del debito da quella della gestione. I miglioramenti principali sono stati relativi in particolare a:

- Una sempre migliore consapevolezza da parte dell'ente della tipologia di operazioni ammesse e dei loro effetti;
- Un rafforzamento delle funzioni ispettive riguardo a comportamenti non conformi alle disposizioni normative attualmente previste e sufficientemente articolate, demandando agli appositi organismi di controllo e vigilanza esistenti l'individuazione delle azioni più efficaci nei campi di rispettiva pertinenza.

Come sottolineato nel Documento di Economia e Finanza per il 2012 del MEF, le misure adottate negli ultimi anni hanno, infatti, puntato per lo più a contenere in maniera importante la dinamica evolutiva della spesa, per ricondurre l'andamento dei conti pubblici su una via di continuo e graduale rientro del debito pubblico nei parametri comunitari.

A ciò si sono aggiunte le ulteriori disposizioni previste dal recente decreto sulla Spending Review, rivolto a diminuire ancora maggiormente gli eccessi di spese della pubblica amministrazione per la parte inerente ai beni e ai servizi. Sulla base di questo decreto, infatti, in trasferimenti dello Stato alle Regioni si sono ridotte di 700 mln di euro per l'anno 2012, e di 1 mld di euro nel 2012[25].

Misure analoghe sono state previste nei confronti dei Comuni e delle Province. Per i primi la riduzione è stata pari a 500 milioni di euro per l'anno 2012 e 2 miliari di euro per l'anno 2013; per le seconde la riduzione è stata di 500 milioni di euro per il 2012 e di 1 miliardo di euro per il 2013.

Malgrado l'evidente riduzione nell'utilizzo della finanza derivata da parte delle Pubbliche Amministrazioni Locali, il suo utilizzo come strumento di gestione del debito è, comunque, ancora al centro di molteplici discussioni; e ciò, non solo per quanto concerne l'aspetto tecnico, ma anche per quanto riguarda l'aspetto normativo.

E' proprio sull'aspetto normativo che ci si concentrerà nel prossimo capitolo, con l'obbiettivo di chiarire meglio gli aspetti rilevanti in tema di regole e responsabilità relativi all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali.

[25] "*Enti locali e contratti derivati*", IFA Consulting, ASSOFINANCE, 2012

CAPITOLO 5:

PROFILI DI RESPONSABILITA'

L'obbiettivo di questo capitolo sarà fornire un quadro chiaro e il più comprensibile possibile riguardo i profili di responsabilità civile e penale che l'uso degli strumenti derivati finanziari comporta in capo alle varie controparti, sia che essi siano persone fisiche o giuridiche, enti locali o istituti/intermediari finanziari.

5.1 RESPONSABILITA' CIVILE

Affrontare i problemi di responsabilità civile nell' uso di strumenti finanziari derivati non è sicuramente semplice. Ci viene in aiuto la Corte Costituzionale che, con la **sentenza nr 5210 depositata il 18.02.2010** (riguardante il rigetto delle istanze portate dalla Regione Veneto e dalla Regione Calabria su questioni riguardanti l'uso degli strumenti suddetti), ha delineato che la peculiarità della tipologia contrattuale in questione è caratterizzata da due lineamenti di fondo:

- Una forte asimmetria informativa fra le parti contraenti, in cui l' Ente assume concretamente il ruolo di contraente debole, quanto a capacità di acquisire e governare, rispetto alla controparte qualificata, strumenti ed elementi di orientamento precontrattuale e di governante delle evoluzioni contrattuali successive;
- Una intrinseca rischiosità di questi contratti per il sistema della finanza locale, in relazione alla loro complessità, alla loro ingegneria e alle fasi di

trattativa, perfezionamento e ristrutturazione, che ha come risultato un grado di alea superiore a quelli dei contratti pure ritenuti già aleatori.

La sentenza della Corte esprime un'alta e qualificata presa di posizione, non solo sulla vicenda attinente all'uso dei contratti derivati nella finanza locale, ma anche sullo strumento in sé, bollando di presunzione di pericolosità[26].

Per quel che riguarda la situazione in cui una delle parti contraenti è un Ente pubblico, va fatto presente il processo per cui, a partire dai primi anni 2000, la finanza locale ha cambiato volto, in relazione alla crisi dei trasferimenti statali ed alla politica di contenimento della spesa pubblica, nonché alla maggiore autonomia conseguita anche in virtù della riforma del titolo V della costituzione.

Tutto ciò ha determinato il cambiamento delle politiche di finanziamento, che sono passate dal sicuro indebitamento fisso presso la cassa DD e PP, alla ricerca di fonti finanziarie diversificate e soprattutto ritenute, o prospettate, comunque del tutto consapevolmente accetta, da parte dei responsabili degli Enti, in grado di determinare un effetto di spalmamento su più esercizi, e di produrre risultati finanziari di segno positivi e di generare liquidità aggiuntiva, sostenendo la spesa d'investimento in infrastrutture, oppure coprendo la spesa corrente.

Questo processo ha comportato il crescente impegno in strumenti derivati soprattutto in regioni come il Veneto, il Piemonte, la Lombardia e la Basilicata, fino a raggiungere impegni al nozionale per più di 2.000 €, e in cui la maggior parte dei contratti ha evidenziato stime di segno negativo.

Quindi, accanto a finalità del tutto positive ed apprezzabili, si sono determinati effetti distorsivi in tema di trasparenza dei bilanci e degli strumenti, con

[26] M. Atelli, "*Presunzione di responsabilità nei derivati degli Enti Locali*", Diritto e pratica amministrativa n. 3, 2010

sostanziale diluizione delle passività. A tutto questo va aggiunta una scarsa competenza dei contraenti di parte pubblica, anche se ciò non può rappresentare l'aspetto decisivo non essendo possibili risolvere la questione solo in termini di volontà di raggiro e di avidità speculativa degli intermediari.

Appare più rilevante invece il consolidarsi del circuito ermeneutico del "moral hazard": a fronte dell'emergere delle negatività nella gestione dei contratti, sicuramente dovute anche all'earthquake della crisi dei mercati, si sono incontrate volontà reciproche dei contraenti di ristrutturazione del debito. L'Ente è stato attratto dalla possibilità di negoziare up-front (ossia l'insieme o la quota di commissioni che una delle controparti riceve in caso di accettazioni di modifica delle condizioni contrattuali precedentemente stabilite, e il cui ammontare è solitamente pari al valore negativo di mercato del contratto) di ristrutturazione, cosi ottenendo liquidità immediata di copertura, e gli intermediari hanno ritenuto di continuare a lucrare sulla ristrutturazione.

Quando tale meccanismo ha palesato segni evidenti di avvitamento, i responsabili degli enti hanno ritenuto di denunciarlo alla magistratura, sotto profili penali oltre che civili.

Questa constatazione, basata su fatti reali, è utile per far capire come la lettura dell' asimmetria informativa del contraente debole nei contratti con derivati sia di lettura complessa, e non semplicemente riconducibili a un attribuzione di un carattere demonizzante di questi strumenti.

La diffusione della finanza derivata negli Enti territoriali, peraltro, non è avvenuta senza delle basi normative; in particolare, a partire dalla *Legge Finanziaria del 2002* che ha dettato le regole per l'utilizzo di tali contratti, individuando in particolare tre casi tipici di possibilità per cui ricorrervi:

1. Per operazioni di indebitamento in valuta diversa da euro, che possono essere coperte con swap su tassi cambio e prestiti obbligazionari con rimborso di capitale in un' unica soluzione alla scadenza, che possono essere collegati funzionalmente a swap su tassi d'ammortamento;
2. I contratti derivati da utilizzare possono essere solo della tipologia plain vanilla; è vietato l'utilizzo di leve e moltiplicatori nel calcolo dei parametri per lo scambio dei flussi finanziari;
3. Sono ammessi contratti derivati al fine di ristrutturare il debito solo se: non determinano il posticipo della scadenza originaria, non comportano all' ente la corresponsione di un front up superiore all' 1% del valore nozionale, e se non prevedono nel tempo un profilo crescente di valori attuali di pagamenti al fine di procrastinare ancora le scadenze contrattuali.

Successivamente la *Legge Finanziaria del 2007* ha ulteriormente specificato il principio di corrispondenza fissa fra uso dei contratti con derivati e passività effettivamente dovute, imponendo agli Enti che pongono in essere operazioni di ammortamento del debito con rimborso unico in strumenti derivati di darne comunicazione al MEF quale elemento costitutivo della fattispecie contrattuale.
Ulteriormente, con la *Legge Finanziaria del 2008*, si è previsto che i contratti con derivati stipulati dagli Enti devono recare informazioni ed essere redatti secondo le indicazioni specificate con decreto del MEF, da emanare, sentita la Consob e Bankitalia, e il compito per il MEF di verificare la conformità dei contratti ai requisiti previsti dal decreto; in caso di inosservanza di tali norme, è prevista l' inefficacia del contratto e la comunicazione alla Corte dei Conti per l'azione di danno erariale.

Sempre nel 2008, il decreto legislativo del 25 giugno ha disposto che il MEF debba disciplinare con apposito regolamento le tipologia di strumenti finanziari derivati che gli Enti possono stipulare, e stabilire i criteri e le condizioni per la conclusione delle relative operazioni.

La *Legge Finanziaria del 2009* ha inoltre disposto che, in caso di violazione delle prescrizioni regolamentari, sia prevista la nullità dei contratti, che può essere specificatamente fatta valere solo dall' Ente e non da chi ne abbia interesse.

Matrice comune a tutte queste leggi è, comunque, il principio della trasparenza: viene stabilito che tutti i contratti stipulati dall'Ente debbano essere redatti nella lingua italiana (anche per le province autonome di Trento e Bolzano) e devono necessariamente rendere evidenti il valore equo alla data di sottoscrizione, la scomposizione analitica del portafoglio, la possibilità di verificare se ogni elemento rientra nella passività sottostante, le rappresentazioni in forma numerica e grafica dei risultati delle simulazioni numeriche che identifichino il costo implicito delle operazioni; è inoltre resa imprescindibile la dichiarazione del contraente (ossia la persona dell' ente autorizzata alla stipula) di avere pienamente compreso le caratteristiche dell' operazione ed il contenuto dell' informativa, pena la nullità del contratto stesso.

Per quanto riguarda la pubblicità degli atti, è stabilito che al bilancio di previsione deve essere allegata una nota informativa, sottoscritta dal responsabile della gestione finanziaria, che evidenzi le informazioni necessarie per ciascuna categoria di strumenti derivati inclusi nel contratto (tipologia operazione, capitale nozionale, passività finanziaria sottostante collegata), nonché il valore dei flussi di cassa nel periodo di bilancio; tale nota informativa deve essere aggiornata e riprodotta nel bilancio di previsione degli esercizi

successivi; va allegato inoltre anche il conto patrimoniale che stabilisca il rapporto tra il debito oggetto della copertura attraverso l'operazione in derivati, e quello complessivo dell' Ente, con l'indicazione dell' eventuale costituzione di un fondo rischi a copertura delle operazioni.

Tutti i contratti devono essere trasmessi al MEF che, in ottemperanza al principio di autonomia finanziaria degli Enti (*art. 119 della Costituzione*), verifica solo la trasmissione dei dati e la corrispondenza ai modelli e li trasmette al Dipartimento del Tesoro, Consob, Bankitalia per l' esercizio dei poteri di vigilanza.

In sostanza tutto questo insieme di disposizioni individua quattro ordini di limiti per l'Ente territoriale preliminari all' impegno in contrattazioni con uso di strumenti derivati:

1. Riduzione del costo finale del debito;
2. Riduzione dell' esposizione ai rischi di mercato;
3. Accessorietà rispetto a passività effettivamente esistenti;
4. Contenimento dei rischi di credito assunto.

Appare chiaro, quindi, che la diffusione degli strumenti finanziari derivati nella finanza locale è avvenuta in presenza di un contesto normativo ben teso a precisarne i limiti, contenuti e prescrizioni, volte alla tutela dell' equilibrio finanziario degli Enti, per quanto emendabile e migliorabile, come difatti è avvenuto[27].

Quali sono quindi le cause del crash? Abbiamo riassunto nei punti seguenti, che ci sembrano tutti validi, le opinioni estrapolate dalle varie correnti di pensiero:

[27] D. Monti: "*Gli strumenti finanziari derivati: Definizione, tipologie, mercati, regolazione e vigilanza",* Nuova Giuridica, 2011

- Mancanza in molti contratti della procedura pubblica di scelta del contraente, sia in sede di prima negoziazione, che in sede di ristrutturazione del debito;
- Mancanza di procedura pubblica per selezione di advisor adeguati;
- Mancanza di scelta di un organo che possa rappresentare espressione del consenso generale (ad esempio il Consiglio Comunale) ad assumere le determinazioni, in relazione alla rilevanza ed importanza degli impegni contrattuali;
- Imprudenza nell' accettazione di inserimento clausole che prevedano una giurisdizione diverso da quello italiana;
- Inserzione in moltissimi contratti di clausole che prevedono a favore dell' intermediario finanziario una delegazione di pagamento, che è in contrasto con l' art. 206 del Testo Unico degli Enti Locali, il quale prevede, in modo tassativo, che la delegazione di pagamento possa essere rilasciata solo in relazione ad alcune specifiche operazioni di indebitamento. Il MEF ha chiarito che trattandosi di esborsi solo eventuali per l' Ente pubblico, per i contratti in questione esso dovrà procedere al pagamento in via ordinaria;
- Effettuazione di operazioni di rinegoziazione dopo periodo breve dall' esecuzione del contratto, cosi da evidenziare un' insufficiente analisi delle caratteristiche finanziarie e giuridiche originarie, in più determinandosi l' assorbimento del valore negativo relativo al precedente contratto nel nuovo rapporto, come regolazione extrabilancio e grave irregolarità;
- Errori e gravi imprudenze nell' allocazione del bilancio: gli Enti infatti possono stipulare swap su tassi d'interesse con sola finalità di copertura dell' esposizione debitoria dalla possibile variazione delle condizioni di

mercato. Gli eventuali proventi a favore devono essere vincolata spese di investimento o essere accantonati in fondi rischi per altrettanto futuri sviluppi del contratti. I flussi di segno più o meno per l' Ente sono plusvalenze o minusvalenze, e nel secondo caso in uscita dovrà essere previsto un apposito stanziamento, da imputare a costi correnti;

- Mancanza di analisi sulle curve forward dei tassi di interesse, che invece l' intermediario, data la sua competenza professionale, avrà sicuramente fatto;

E' palese che l'asimmetria del modus operandi degli Enti locali (come del resto di qualsiasi altra controparte non necessariamente con qualifica pubblica) è diversa da quello che vede l'intermediario animato da un selvaggio spirito di avidità, in contrapposizione all'altra parte in sua alia, perché del tutto o in parte ignara delle condizioni imposte. Si può quasi paragonare questa situazione relazionale a quella che possono avere un mago e un suo cliente: il secondo si rivolgerà al primo nella speranza di raggiungere determinati risultati credendo che essi siano in qualche modo garantiti, mentre l' altra parte rimane silenziosamente reticente sulle procedure che andrà ad utilizzare e sul loro tasso di incertezza. Quando poi il risultato sperato apparirà evidentemente non raggiungibile, sarà automatico per il contraente debole, che si è messo colpevolmente in tale situazione, di gridare al raggiro.

E se nei secoli era destino per i sospettati di stregoneria essere messi al rogo, da quanto è stato invece verificato dalla Magistratura contabile sembrano qui emergere profili di negligenza e responsabilità a maggior carico degli Enti locali, intimamente connessi a macroscopiche inosservanze di norme di legge e regolamentari, ampiamente vigenti e conosciute.

Va però vagliata l'ipotesi se, semmai, non si possa prevedere ulteriori tutele per il cosiddetto contraente debole nei casi in cui, per prendere una decisione cosciente, siano necessario conoscenze specifiche relative all'analisi di cure di interesse (come ad esempio nei rapporti di swap), in cui certamente la maggiore competenza e la maggiore possibilità di acquisizioni di nozioni e previsioni è a favore senza dubbio dell' intermediario finanziario.

L'esigenza di assicurare la conoscenza dei requisiti essenziali dall' affare in corso ha indotto il legislature a determinare a priori la titolarità dell'obbligo di comunicazione gravante sulla parte professionalmente più esperta.

Il diritto all'informazione è uno dei pilastri della tutela dei consumatori, quale diritto fondamentale *ex art. 153* del Trattato Istitutivo della Comunità Europa, che dispone che "*la Comunità contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori, nonché a promuovere il loro diritto all' informazione*".

La dottrina riconduce la tesi del fondamento oggettivo dell'obbligo di informazione contrattuale al principio generale di buona fede, nella fase precontrattuale e successiva, di cui all' *art. 1337 c.c.*; va sottolineato che tale principio prescinde dalle intenzionalità soggettive, consistenti nell'ignoranza colpevole di ledere il diritto altrui.

Fra il generale obbligo di correttezza è quindi compreso l' obbligo di comunicazione delle cause di invalidità del contratto, che una delle parti conosce e del divieto di abuso dell' informazione privilegia e la clausola generale di buona fede costituisce il fondamento per la rilevanza giuridica dell' obbligo generale di informazione precontrattuale[28].

[28] S. Gaudenzi, *"Contratti Derivati e responsabilità civile e penale",* Maggiori, 2009

Occorre però sottolineare che esiste anche una linea di confine entro la quale l'informazione diventa un comportamento dovuto, non potendosi esigere che il contenuto dell'obbligo arrivi ad annullare, in un economia di mercato, le legittime aspettative di profitto delle parti in causa. Quindi va detto che la regolamentazione tutelante in caso di asimmetria informativa non può giustificare un eventuale inerzia di colui che sarebbe destinatario dell' informazione e che ha comunque l'onere di ricercare autonomamente gli elementi conoscitivi che è in grado di acquisire mediante l'esercizio di un ordinaria diligenza a lui imputabile, e che gli permettano di acquisire quindi una migliore coscienza contrattuale. Anche perché è inevitabile considerare come possa esistere una sorta di "diritto di proprietà" di acquisizione delle informazioni, anche come compensazione dei costi sostenuti per acquisire lo stato cognitivo adeguato[29].

Un altro tema di interesse, che rappresenta uno dei punti focali nella pratica e nel dibattito teorico e giuridico che ha investito la contrattazione con strumenti finanziari derivati, è quello riguardante la definizione di "operatore qualificato", definizione usata spesso da a volte non ben definiti soggetti nei contratti che coinvolgevano gli enti locali, asserendo di possedere specifiche competenze in materia finanziaria.

La Consob stabilisce che "per operatori qualificati s'intendono gli intermediari autorizzati, le SGR (società di gestione del risparmio), le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza di normativa in vigore nel proprio Stato le medesime attività di cui sopra, le società e gli enti emittenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli *art. 106, 107 e 113 del*

[29] G.J Stiegler, *"L'economia dell'informazione",* Mercato e Regolamentazione, 1994

Dlgs 385/93, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabilite nel Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione immobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società e persona giuridica in possesso di specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni di strumenti finanziari , espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante."

Tuttavia si è dibattuto molto sulla validità giuridica di questa definizione in quanto:

- Si tratta di una dichiarazione di scienza che impegna, come tale, chi la rilascia e che sposta su questo soggetto, eventualmente, la responsabilità di tipo risarcitorio civile e/o erariale nei confronti dell' ente rappresentato;
- La dichiarazione formale in sé non ha valore intrinseco, occorrendo effettuare una valutazione sostanziale per verificare l' effettivo possesso delle competenze;
- La dichiarazione di essere operatore qualificato ha rilevanza nell' ambito dell' onere probatorio di chi allega la sua non effettività: la banca non ha alcun onere di verificare la veridicità della dichiarazione ed è la controparte che deve provare di non possedere realmente questa qualifica e, soprattutto, che l'intermediario contraente ne era a conoscenza.

Sul punto vi è stata la dirimente pronuncia della *Cassazione Civile sentenza 12138/09*, secondo la quale in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso degli intermediari, la semplice dichiarazione di essere operatore qualificato, pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta all'affermazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e

verità di un fatto obbiettivo, esonera l'intermediario da ulteriori veridiche sul punto e può costituire argomento di prova e comportamento processuale che, anche di per sé solo può essere valutabile come unica fonte di prova.

Tesi quest' ultima che, come detto, è contrastata da chi ritiene che sia necessario il reale, e non il formale, possesso dei requisiti dell' esperienza e della competenza in capo all' operatore qualificato debole.

La giurisprudenza riguardante i profili di responsabilità civile relativi all'uso di strumenti finanziari derivati si è basta, soprattutto in epoca recente, sui principi di rispetto delle norme degli intermediari finanziari e sugli effetti delle possibili violazioni riguardanti la validità dei contratti.

Per quanto riguarda gli aspetti regolatori nel comportamento degli intermediari finanziari, essi possono essere classificati in tre macroaree:

- *Doveri informativi*:

  La cosiddetta "Know your custode rule" obbliga l'intermediario, prima del closing, a fornire al cliente tutte le informazione necessarie affinché esso comprenda con precisione e chiarezza il contenuto del contratto, che deve essere stipulato in base agli obbiettivi, alla propensione al rischio, e più generalmente parlando in base al profilo del cliente stesso.

  L' obbligo di informazione è continuativo nel tempo, nel senso che il cliente va informato periodicamente o in caso di eventi speciali, quali la sopravvenienza di perdite effettive o potenziale di ingente entità.

- *Doveri di gestione del conflitto di interesse*:

  L' art. 27 del reg. CONSOB/11522/98 obbliga l'intermediario di comporre la sua strutturare in modo da rendere inesistente la possibilità di creare un conflitto di interessi, oppure, in caso ciò non risultasse possibile, egli deve

prontamente informarne il cliente, a meno che esso non abbia precedentemente acconsentito, espressamente in forma scritta, all' eventualità[30].

- *Doveri di adeguatezza o appropriatezza*:

  La cosiddetta "suitable rule" vieta agli intermediari di impostare operazioni "not fitted" sull' investitore per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione dell'investimento. Tale regola va a braccetto con la "know your merchandise rule", che obbliga l'intermediario ad avere una conoscenza precisa sugli strumenti finanziari utili al tipo di prestazioni richieste dal cliente.

Può la non adempienza dell' intermediario finanziario di questi doveri basilari, comportare la nullità del contratto? A riguardo la giurisprudenza si esprime in maniera contrastata.

La tesi a favore della nullità non è cosi scontata; contro, oltre a un argomento letterale (*l' art. 23 co. 1 del TUF* riserva la sanzione di nullità relativa alla sola mancanza di forma scritta ed al concreto interesse per il cliente a farla valere), si contano argomenti sistematici che spingono verso una soluzione alternativa come quella consistente nella risoluzione per inadempimento con conseguente risarcimento del danno (nei limiti del danno evitabile se il soggetto danneggiato fosse stato a conoscenza della causa), motivando che le irregolarità sono più relative ai doveri di diligenza dell' intermediario.

L'aspetto che più differenzia le situazioni che coinvolgono i derivati rispetto a classiche operazioni in cui l'asimmetria informativa può essere ritenuta causa di nullità contrattuale, è la natura stessa di questi strumenti; essi sono contratti atipici che operano in contesti di mercati in cui i reciproci doveri informativi sono

[30] Trib. Di Venezia 22.11.2004

più che conoscibili dalle due controparti, quindi la sanzione adeguata dovrebbe a questo punto essere ritenuta quella di annullabilità del contratto con risarcimento del danno.

E proprio questa, infatti, è la tesi accolta, ad esempio, dalla Cassazione a Sezioni Unite che, in data 19.12.2007, ha stabilito che la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico di soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente, o coincidente alla stipulazione del contratto di intermediazione finanziaria; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto, ove si tratti di violazioni relative ad operazioni di investimento e disinvestimento. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d' intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell' *art. 1418 c.c.*[31].

Tale principio è stato ribadito anche in situazioni riguardati casi "più noti"; come quando, in relazione domande di nullità basate sulla violazione del requisito della forma, avanzate su obbligazioni contratte con Lehman Brothers, è stato ribadito il concetto del "requisito minimo" del contratto quadro come sufficiente a determinare la sua validità formale originaria; anche se nel contenuto minimo vi fossero delle clausole nulle, per mancato aggiornamento o per contrarietà a norme imperative, questo non varrebbe a determinare la nullità integrale, operando il disposto dell' *art. 1419 co. 2 c.c.* sulla nullità parziale delle singole clausole, sostituite di diritto da norme imperative.

[31] Cassazione Civile 07.03.2001

5.2 RESPONSABILITA' PENALE

Una visione delle situazioni che hanno comportato l' esercizio dell' azione penale per contrattazioni in derivati è utile ed indispensabile alla comprensione delle fattispecie di reato che possono insorgere in questi rapporti contrattuali.

Le due caratteristiche comuni più ricorrenti sono:

1. La controparte è rappresentata da Enti locali territoriali, con banche internazionali di primo livello come brokers o arrangers;
2. La tipologia di contratto è l' IRS non par e l' IRS collar.

La caratteristica principale dell' IRS non par è che non è presente equivalenza delle posizioni contrattuali originarie, ma uno dei contratti accetta, sin dall'inizio condizioni più penalizzanti, ricevendo in cambio il premio di up font, vale a dire una determinata liquidità che dovrebbe compensare la sua posizione di svantaggio iniziale. Nell' IRS collar, invece, la parte che si impegna a corrispondere il flusso a tasso variabile non effettuerà i pagamenti a scadenza fissa predeterminata bensì unicamente nel caso in cui il tasso di mercato risulterà compreso tra una valore massimo, detto cap, e un valore minimo, detto floor; si prospetta cosi per l acquirente la possibilità di ottenere una diminuzione dei costi al momento della sottoscrizione del contratto, accettando però una copertura del rischio limitata a certi livelli di copertura entro un range di tassi d'interesse.

Il problema principale riscontrato nei casi riguardanti gli enti locali, come poi vedremo, è stata la mancata creazione di presidi di consulenze utili ad aiutare il decision making in fase preliminare e di stipula del contratto.

Tre sono le circostanze di rilievo penale di più frequente manifestazione:

1. Che si verifichi l'emissione del prestito obbligazionario in assenza del requisito della convenienza economica, ex art. 41 c. 1 l. 488/01, in quanto il valore della nuova passività doveva essere inferiore al valore della passività dei mutui preesistenti che si andavano ad estinguere. Viene contestato agli arrangers di spesso certificare che l'operazione comporti una riduzione di passività di bilancio non effettivamente reale.
2. Che si verifichi un raggiro doloso posto in essere dagli Istituti per non aver conteggiato eventuali componenti di costo per propria utilità futura.
3. Che si verifichi omissione dolosa.

Tra le ipotesi di reato solitamente emergenti, una delle più frequento è quella della truffa contrattuale, semplice o ai danni di ente pubblico: art. 640, 1 e 2 co. Cp, eventualmente aggravato dalle circostanze del danno patrimoniale di rilevante entità e della prestazione di servizio; nel caso di contratti derivati, come già sottolineato, ci troviamo in presenza di situazione intrinsecamente aleatorie. E' bene precisare che nemmeno l'apprestamento di sofisticate tecniche di matematica finanziaria può garantire il risultato di profitto di questi contratti per una od entrambe le parti del rapporto.

Il limite delle condotte di induzione in errore, tramite artifizi o raggiri, non possono costituire, per il delitto di truffa contrattuale, delle condizioni di inferiorità culturale di controparte, per quel che riguarda lo strumento finanziario, al sua strutturazione e complessità, né dall'aspettativa di profitto e dall' utilizzo in se della maggior conoscenza di previsione sull'andamento futuro e sperato dell' evoluzione contrattuale. E' dottrina comune sostenere che, in linea teorica, il principio della buona fede in sede precontrattuale e contrattuale,

nonché gli oneri informativi che oggi sono grandemente tipizzati a carico degli intermediari, possono far arrivare alla conclusione che la mancata esplicitazione delle commissioni implicite possa determinare uno degli elementi della condotta di truffa contrattuale. Non si tratta dell' obbligo di esplicitare il proprio sistema di valutazione dell' aspettativa di profitto, quanto all' obbligo di prospettare una struttura di consti tale da poter emergere dal profilo contrattuale e che deve essere resa nota alla controparte, per il suo corretto processo decisionale; questo ragionamento pone le sue basi sull' *art. 40 co. 2 c.p.* e la "posizione di garanzia"[32].

E' giusto tuttavia aggiungere che tale principio è valido nella sua astrattezza e generalità; il calcolo concreto, infatti, del costo o delle commissioni implicite rappresenta un operazione tutt' altro che semplice per ogni Istituto.

Altro reato connesso all' uso di derivati comune in questi anni è l'appropriazione indebita aggravata (*art. 646, 61 nr 7 ed 11 c.p.*); esso consiste in condotte fraudolente di operatori addetti al trading di grandi compagnie che decidono di passare, di propria volontà dalla finalità che è loro ordinata (di arbitraggio) a quella speculativa e che determinano in tal modo profitti che poi stornano a proprio vantaggio. Per linearità, questa fattispecie non presenta problemi concettuali o definitori. Basta rilevare che questo genere di condotta delittuosa è, quasi sempre, accompagnata da altre, quali l' inserzione abusiva in sistemi telematici ed informatici, il furto di dati ed altri reati di tipo informatico.

Per dare un esempio, si può dire che la condotta di appropriazione indebita si può integrare nel cosiddetto bucce trading, che è l'operazione nel quale il broker, si pone come controparte, diretta o indiretta , del cliente, manipolando

[32] C. D. Mottura *"Derivati e Enti Locali, commissioni o ipotesi implicite",* Università Roma Tre, 2008

gli ordini ad un prezzo più alto di quello di mercato per l'acquisto ad un prezzo più basso per vendita, lucrando la differenza.

Altro reato che è solito presentarsi è quello di usura; l'articolazione della fattispecie prevede:

- Due distinti reati, che sono quello proprio di usura, commessa da chiunque si fa dare o promettere, sotto qualsiasi forma, per se o per altri, in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, interessi od altri vantaggi usurari, e quella della mediazione usuraria, consistente nella condotta di chi procura a sé o ad altri una somma di denaro o altra utilità, facendosi dare o promettere per la mediazione un compenso usurario.
- La determinazione oggettiva del limite oltre il quale il tasso è usurario, secondo le stime dei vari TAEG di Bankitalia, al momento in cui gli interessi sono promessi o convenuti e la determinazione concreta, avuto riguardo alla tipologia delle operazioni similari e che risultino comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o altra utilità, oppure all' opera di mediazione, quando chi li ha corrisposti o promessi si trovai n condizioni di difficoltà economica o finanziaria.
- Le circostanze aggravanti ad effetto speciale, con aumento delle pene da un terzo alla metà fra le quali aver il colpevole agito nell' esercizio di un attività professionale, bancaria o d' intermediazione mobiliare, se il reato è commesso in danno di chi si trova in stato di bisogno o in danno di chi svolge attività imprenditoriale, professionale od artigianale.

La condanna per il reato di usura o l' applicazione della pena *ex art. 444 c.p.p*. comporta sempre la confisca per equivalente dei beni ed utilità dei quali il reo ha la disponibilità, anche per interposta persona per un importo pari al valore

degli interessi o degli altri vantaggi o compensi usurari, salvo il diritto della persona offesa alle restituzioni e al risarcimento dei danni.

Gli scenari in cui può verificarsi tale reato sono, ad esempio, quando nella fase di ristrutturazione di contratti iniziali in strumenti derivati, la corresponsione dell' up front costituisce erogazione di mutuo, che dovrà essere restituito dall' impresa o dall' ente ricevente con previsione di un tasso di interesse che non potrà superare l'ammontare del trimestrale stabilito da Bankitalia. Le peculiarità delle clausole dei contratti di ristrutturazione del debito possono nascondere fra le pieghe l'effettività di tassi di interesse.

Tra gli altri reati[33], quelli di maggiore interesse utili ad essere citati sono l'Insider trading e la manipolazione di mercato; premesso che il *capo I del titolo I bis del T.u.f.,* definisce:

- Informazione privilegiata, un' informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari oppure su prezzi di strumenti finanziari derivati connessi: In relazione agli strumenti derivati su merci, si intende per "informazione privilegiata" un' informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti derivati siffatti, e che gli utenti dei mercati su cui tali strumenti derivati sono negoziati si aspetterebbero di ricevere conformemente a prassi di mercato ammesse in tali mercati. Nel caos delle persone incaricate dell' esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari,

[33] M. B. Magro, *"La Manipolazione di Mercato tra illecito penale ed illecito amministrativo",* Giuffrè, 2007

per “informazione privilegiata” si intende anche l’informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di evasione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o piu emittenti di strumenti finanziari o uno o piu strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi i tali strumenti finanziari oppure sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi;

- Le manipolazioni di mercato possono essere:
  - Operazioni o ordini di compravendita che forniscano, o siano suscettibili di offrire, indicazioni false oppure fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, oppure che consentano, tramite l’azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione;
  - Operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o altro tipo di inganno o espediente;
  - La diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornite, indicazioni false oppure fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false oppure fuorvianti, se la persona che la ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Con riferimento ai giornalisti che operano nello svolgimento

della loro attività professionale, tale diffusione di informazioni va valutata tenendo conto delle norme deontologiche proprio di detta professione, a meno che dette persone traggano, direttamente o indirettamente, vantaggi o benefici dalla diffusione delle informazioni in questione.

Ciò detto, il delitto di abuso di informazione privilegiata è definito dall'art 184 nei seguenti elementi:

- Soggetti attivi: colore che svolgono (anche di fatto) la funzione di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell' emittente uno o più strumenti finanziari, o partecipa al capitale, o ha la possibilità di acquisire le informazioni nell'esercizio di attività lavorativa di una professione, di una funzione, di un ufficio, anche di carattere pubblico;
- Condotta materiale: acquistare, vendere o compiere operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari, utilizzando le informazioni privilegiate; comunicare tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; raccomandare o indurre altri a compiere operazioni sui mercati sulla base di esse;

La pena per il delitto è quella della reclusione da uno a sei anni e della multa da 20.000 € a 3.000.000 €; tale pena può essere aumentata dal giudice sino al triplo, oppure sino a dieci volte il profitto conseguito dal reato, quando la pena appare inadeguata.

Il delitto di informazione privilegiata è invece definito dall' art. 184 che determina i seguenti elementi:

- Soggetti attivi: coloro che svolgano (anche di fatto) la funzione di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell' emittente di uno o più strumenti finanziari, o partecipano al capitale, oppure abbiano la possibilità di acquisire le informazioni nell' esercizio di attività lavorativa, di una professione, di una funzione, di un ufficio, anche di carattere pubblico;
- Condotta materiale: acquistare, vendere o compiere, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari, utilizzando le informazioni privilegiate; comunicare tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell' ufficio; raccomandare o indurre altri a compiere operazioni sui mercati sulla base di esse.

La pena per il delitto è quella della reclusione da uno a sei anni e della multa da 20.000 € a 3.000.000 €; tale pena può essere aumentata dal giudice sia al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito dal reato, quando la pena appare inadeguata.

5.3 RESPONSABILITA' AMMINISTRATIVA

Per valutare meglio gli effetti per gli enti territoriali locali nello stipulare contratti derivati, non si può certamente prescinde dall' analizzare le specifiche responsabilità cui possono andare incontro gli amministratori degli stessi neti, quando dalla stessa stipula possano configurarsi dei danni patrimoniali per le finanze dell' ente[34].

La responsabilità amministrativa per amministratori di regioni, province e comuni va considerata in relazione al particolare iter procedurale previsto per la

[34] M. Atelli, *"Gli strumenti derivati negli enti locali: Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità"*, Il sole 24 ore, 2008

stipula di ogni contratto: tale procedimento, infatti, prevede diverse fasi, che vanno dalla deliberazione dell' organo assembleare (Consiglio regionale, Consiglio provinciale, Consiglio comunale)) alla vera e propria stipula del contratto da parte del dirigente o del responsabile del settore o dell' ufficio competente secondo la particolare organizzazione strutturale dell' ente.

Peraltro l' acquisizione di risorse finanziarie mediante strumenti finanziari derivati dovrebbe essere (e generalmente è) deliberata già in sede di approvazione del bilancio previsionale, che, essendo lo strumento di programmazione per eccellenza, rientra nella specifica competenza dell' organo assembleare dell' ente.

Proprio in base a questo assunto, senza dubbio qualora in relazione alla stipula di tali contratti dovesse configurarsi un danno patrimoniale per le finanze dell' ente territoriale o locale, sarà il caso di chiedersi se, e quanto, il danno stesso sia imputabile, sotto il profilo causale, alla delibera consiliare di autorizzazione alla stipula adottata dall' organo assembleare dell' ente, o a possibili altri atti di indirizzo degli amministratori dell' ente stesso, e se, e quanto, l'azione risarcitoria possa essere diretta, da parte della Procura regionale competente, verso gli amministratori che abbiano adottato suddette delibere o suddetti atti.

Tale rischio per gli amministratori è reso reale e concreto, chiaramente, dal fatto che spesso in questi casi gli enti tendono a stipulare operazioni Swap, come, com'è noto ormai, rappresentato una sorta di scommessa, e sembrano quindi aprire al porta ad una causa giuridica di tipo aleatorio, difficilmente compatibili con il vigente ordinamento delle amministrazioni pubbliche, le quali hanno il compito di gestire le risorse pubbliche a loro assegnate esclusivamente per il perseguimento delle loro finalità istituzionali e per far fornte alla spese correnti e alla spese di investimento.

Lo smisurato desiderio di ottenere liquidità fresca, e l'insensata tendenza a voler aggirare la rigidità del patto di stabilità alla base delle stipule di tali strumenti, ha imposto un recente giro di vite sulla regolazione dell' uso che gli enti possono farne, con i sopraccitati provvedimenti presenti nelle varie legge finanziarie dell' ultimo decennio.

Andiamo ora però a vedere più precisamente la via procedurale che porta alla stipula di contratti riguardanti i derivati.

Premesso che, come detto in precedenza, il procedimento prevede diversi fasi, è un aspetto centrale del discorso comprendere chi deve sottoscrivere l'attestazione di consapevolezza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari prevista dalle ultime leggi finanziarie. Richiamando il principio della separazione e della distinzione fra poteri di indirizzo, programmazione e controllo (di competenza degli organi di governo) e poteri di gestione (di competenza della dirigenza o del personale investiti di funzioni dirigenziali), sembrerebbe potersi affermare che, considerando la natura tecnica, a sottoscrive deve essere il responsabile del servizio finanziario, non essendo il sindaco o il presidente della provincia o della regione, organo dorato di poteri certificativi in materia gestionale. Tuttavia, la natura dell' attestazione va oltre la natura meramente tecnica, avendo probabilmente il legislatore voluto trasferire la consapevolezza e l'assunzione di responsabilità della sottoscrizione del contratto sul piano più strettamente politico; questo appare ragionevole considerando che, nel perfezionare un derivato, l' ente opera scelte destinate a incidere sulle future amministrazioni.

L'organo politico ha, quindi, il compito e il dovere di assumersi la piena responsabilità di queste scelte, avvalendosi di pareri tecnici e contrabili previsti dal Testo Unico sull'ordinamento degli Enti locali. Conseguentemente, appare

sensato affermare che la sottoscrizione di consapevolezza dei rischi e delle caratteristiche degli strumenti finanziari debba essere sottoscritta congiuntamente tra il responsabile del servizio finanziario e il vertice politico dell' Ente, firma peraltro che dovrebbe essere già prevista per le certificazioni annuali sul rispetto degli obbiettivi del Patto si stabilità. Rimane comunque palese il fatto che la reale consapevolezza sia posseduta dal "tecnico", che ha il dovere di far valere in fase decisionale tutte le sue valutazioni e le eventuali contrarietà all'operazione.

Come fatto notare in precedenza, le recenti Leggi Finanziarie hanno imposto agli Enti di indicare oneri e impegni finanziari derivanti da strumenti finanziari derivati in sede di approvazione del bilancio previsionale; va detto che, però, appare complesso riuscire a prevedere gli effetti di contratti non ancora definiti e i cui effetti sono spesse volte rilevabili solo a distanza di tempo; nel bilancio previsionale, quindi, è ragionevole pensare che la nota potrà riguardare solo i contratti già in essere, mentre per i nuovi contratti una nota adeguata potrà essere eseguita solo dopo la stipula degli stessi; il che comporta, a dire il vro, seri problemi i relazione alla sanzione di inefficacia dei contratti stipulati in assenza della nota prevista; infatti la Legge Finanziaria precisamente del 2008, ha introdotto una norma che stabilisce che "il rispetto di quanto previsto (obbligo della nota precedentemente detta) è elemento costitutivo dell' efficacia dei contratti" e che "in caso di contratti stipulati in violazione di quanto previsto viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza".

Affinchè sia possibile individuare con precisione le responsabilità, appare necessario verificare le incidenza causali avute dagli atti adottati dagli organi suddetti nel provocare la fattispecie dannosa, e conseguentemente stabilire

quanta parte del danno possa essere imputata, ai fini del risarcimento agli amministratori ee ai dirigenti.

L'idea che per i componenti di organi politici elettivi degli enti territoriali e locali di non incorrere in nessuna ipotesi di responsabilità amministrativa in relazione all' adozione di atti o provvedimenti di loro competenza, appare solamente un' illusione alimentata nei primi anni di applicazione del principio della separazione delle funzioni fra organi di governo e organi di gestione, sul falso convincimento che gli organi elettivi dovessero rispondere per le conseguenza della loro mala gestio solo agli elettori, e cioè, in sede politica, e che delle eventuali conseguenze dannose e delle diverse forme di responsabilità previste dall'ordinamento conseguenti a fatti o atti riconducibili agli enti territoriali o locali dovessero essere chiamati a rispondere solo gli organi incaricati di gestione, e cioè i dirigenti o i funzionari. Va ricordato che l'orientamento giurisprudenziale gli amministratori degli enti territoriali e locali possono essere chiamati a rispondere del danno connesso all' attività di gestione solo se si prova ce essi si siano indebitamente ingeriti nella adozione dei relativi atti, generalmente riservati alla competenza dei dirigenti o dei responsabili degli uffici comunali, e non possono pertanto essere condannati a risarcire il danno conseguente alla adozione di atti di gestione o alla mancata loro adozione. Da ciò consegue che, allorché il danno patrimoniale subito dalle finanze dell' ente locale sia riconducibile a fatti di gestione commissivi ed omissivi, rientranti nella competenza degli uffici, la relativa responsabilità va imputata esclusivamente ai dirigenti o ai responsabili degli stessi. Questo non significa, peraltro, che gli organi di governo dell' ente siano da ritenere sempre ed in ogni caso esenti da responsabilità in relazione a tali fatti, ferma restano la distinzione di ruolo e di competenza degli organi elettivi rispetto agli organi burocratici dell'ente locale, e

la conseguente responsabilità dei primi più sul piano politico che tecnico; occorre ricordare che gli organi elettivi possono comunque essere chiamati a rispondere del danno non solo nel momento in cui si siano indebitamente inseriti nella gestione amministrativa, ma anche quando il danno alle finanze dell' ente sia direttamente riconducibile ad atti di programmazione, di indirizzo, o di verifica dei risultati conseguiti che la legge riserva alla loro competenza. Tale orientamento appare supportato, oltre che dalla logica giuridica e da riferimenti normativi, anche dal buon senso, e rappresenta un segnale di chiarezza in un momento in cui gli amministratori degli enti territoriali e locali sono chiamati ad amministrare fra non poche incertezze e responsabilità, ed è quanto mai attuale il problema dei limiti delle responsabilità delgi stessi a fronte della smisurata mole di competenze che la vigente legislazione riconosce in capo ad essi.

In ogni caso, affinché possa affermarsi, da parte della Corte dei conti, la responsabilità amministrativa in capo agli organi politi degli enti territoriali e locali, e cioè dei componenti degli organi assembleari (Consiglio regionale, provinciale o comunale) o degli organi esecutivi (Giunta regionale, provinciale o comunale) per il danno patrimoniale alle finanze dell' ente, è necessario che sussistano gli elementi tipici della stessa:

- L'elemento oggettivo, ossia un danno patrimoniale, economicamente valutabile, attuale e concreto, sofferto dall' amministrazione pubblica per effetto della stipula di contratti per prodotti finanziari derivati
- il nesso di casualità fra la condotta dell'amministratore dell' ente danneggiato e l'evento dannoso, che il comportamento sia omissivo o commissivo del soggetto a cui il danno è ricollegabile

- l' elemento soggettivo del dolo o della colpa grave

Affinché possa affermarsi la responsabilità di un soggetto e condannare lo stesso al risarcimento del danno subito dall' ente, è necessario che ricorrano tutti i predetti elementi; in caso contrario non si arriverà all'affermazione di responsabilità del sospettato qualora non si ravvisi nei suoi confronti un comportamento gravemente negligente che integri l'elemento soggettivo della colpa grave.

Andiamo ora ad analizzare più nel dettaglio questi elementi determinanti.

- Il danno patrimoniale alle finanze dell' ente (danno erariale):

  Per aversi responsabilità amministrativa (o contabile) occorre che gli amministratori o dipendenti di un ente pubblico abbiano cagionato un "danno", in senso civilistico, allo stesso ente; il danno rappresenta la conseguenze di un atto o di un comportamento o, più in generale, di un attività o di una gestione, posta in essere da un soggetto inserito nell'organizzazione della pubblica amministrazione, che si pone in un rapporto di causa ed effetto con l'atto o il comportamento medesimo.

  Il danno richiesto ai fini della configurazione della responsabilità amministrativa e contabile deve avere una dimensione patrimoniale, cioè "una rilevanza per l'ente pubblico propriamente finanziaria, emergente, di norma, sul piano giuscontabilistico, dal bilancio preventivo e consuntivo, mentre non sarebbe sufficiente una lesione di beni, ancorché immateriali, presi in considerazione dal diritto nell'interesse generale della collettività".

  Secondo la dottrina prevalente il danno rilevante ai fini della responsabilità amministrativa deve consistere in una vera e propria diminuzione patrimoniale, nel duplice profilo del danno emergente e del lucro cessante.

Esso, infatti, può consistere sia nella distruzione di un bene o nella asportazione di una somma di denaro (danno emergente), sia nella mancata acquisizione patrimoniale da parte della stessa pubblica amministrazione, come può per esempio verificarsi quando la mancata tempestiva adozione di un atto amministrativo provoca la decadenza di una azione giurisdizionale dell' amministrazione o la prescrizione di un suo diritto patrimoniale (lucro cessante).

Ma negli ultimi anni la giurisprudenza della Corte dei conti ha ulteriormente ampliato la sfera di risarcibilità del danno rilevante ai fini della responsabilità amministrativa, arrivando a ricomprendere in essa anche la risarcibilità del cosiddetto "danno non patrimoniale", individuato in relazione alla lesione dell'immagine, o del prestigio, subita dalla pubblica amministrazione in conseguenza di un reato commesso da un amministratore o dipendente della stessa amministrazione.

La configurabilità di un danno a carico delle finanze dello Stato, o delle pubbliche amministrazioni in genere, è perciò detto "erariale", e la sua risarcibilità da parte degli amministratori e dipendenti delle amministrazioni pubbliche che con la loro condotta commissiva o omissiva abbiano contribuito a cagionarlo, è previsto dalla Legge di contabilità generale dello Stato, che stabilisce che "l' impiegato che per azione od omissione, anche solo colposa nell'esercizio delle sue funzioni, cagioni danno allo stato è tenuto a risarcirlo"; similmente assoggetta al giudizio di responsabilità "i funzionari, impiegati o agenti, che nell' esercizio delle loro funzioni per azione od omissione imputabili a sola colpa o negligenza cagionino danno allo stato o ad altra amministrazione", e che "l'impegnato è tenuto a risarcire alle amministrazioni i danni derivanti da violazione di obblighi di servizio";

perciò si stabilisce che il danno deve essere causato precisamente “nell’ esercizio delle sue funzione”, ritenendo quindi che la responsabilità amministrativa derivi dalla “violazione degli obblighi di servizio”, la quale sembra configurare quindi una responsabilità di inadempimento di tipo contrattuale. In dottrina non manca, tuttavia, chi ritiene che la responsabilità amministrativa sia fondata non su un inadempimento di obblighi, bensì su un fatto dannoso, al pari dellla responsabilità civile, cioè un fatto costituito dagli elementi della condotta e dell’ evento lesivo in senso stretto, “rilevante giuridicamente non in quando a suo fondamento vi siano violazioni di obblighi di servizio ma per uno specifico connotato di ingiustizia (cit.). Il richiamo all’ ingiustizia del danno, però, appare improprio, in quanto non può esistere responsabilità per danno erariale se l’autore non ha violato alcun obbligo di servizio proprio del suo status di amministratore o dipendente pubblico. Alla luce quindi delle nuove distinzioni di competenze delineate fra amministratori e dirigenti degli enti locali, fra organi elettivi e apparato burocratico, la responsabilità va valutata e riferita alle specifiche competenze delineate dalla legge. Non sempre la responsabilità amministrativa deve essere fatta risalire agli atti di gestione, ma il danno alle finanze dell’ ente può essere riconducibile ad un atto generale di indirizzo o di programmazione, riservati dalla legge alla competenza degli organi di governo dell’ ente, e la relativa responsabilità amministrativa va imputata agli amministratori che abbiano adottato l’ atto di indirizzo o di programmazione, non ravvisandosi nell’ordinamento alcuna norma che stabilisca che la responsabilità amministrativa debba sempre ed in ogni caso essere imputata agli organi di gestione dell’ ente locale.

Dal punto di vista delle caratteristiche del danno, esso deve essere economicamente valutabile e deve avere una dimensione pecuniaria e una rilevanza propriamente finanziaria emergente dal bilancio preventivo, o meglio, dal conto consuntivo e dagli atti di gestione; ciò sta a significare che la responsabilità amministrativa deve avere sempre un connotato di economicità, e si traduce sempre in una reintegrazione in denaro.

Il danno subito dalla pubblica amministrazione può essere diretto o indiretto, a seconda che la pubblica amministrazione abbia subito direttamente il danno dall' amministratore o dal dipendente, o che l'amministrazione sia stata costretta a risarcire il danno cagionato da propri amministratori o dipendenti a terzi; in quest'ultimo caso l'amministrazione sarà tenuta ad esercitare l'azione di rivalsa nei confronti dell'autore del danno, oppure, in caso contrario, sarà la procura generale della corte dei conti ad esercitare tale azione.

Fra le altre connotazioni che il danno erariale deve avere vi è senz' altro quella della risarcibilità, perché non è da escludere l'ipotesi in cui, pur in presenza di un danno, questo non sia, per vari motivi, risarcibile. L'accertamento del giudice, quindi, non deve limitarsi alla verifica e al semplice appuramento del danno, ma deve inoltre verificare la risarcibilità, attraverso gli elementi che concretizzano la fattispecie; può ad esempio succedere che il danno stesso non si sia ancora effettivamente realizzato, o non abbia gli ulteriori requisiti della certezza e dell' attualità. Senza dubbio, infatti, solo un danno certo ed effettivo è risarcibile, in quanto nessuna pretesa risarcitoria e nessun obbligo di risarcimento appare concepibile in presenza della sola ipotesi di danno.

La determinazione dell'ammontare del danno erariale è rimessa al giudice contabile, senza che siano vincolati né la valutazione che di esso sia stata fatta dal Procuratore regionale in sede di domanda giudiziale, né quella dell' autorità amministrativa, anche se accettata dal responsabile. La Corte dei conti ha affermato che l'obbligazione risarcitoria, sia che discenda da fatto illecito che da responsabilità contrattuale, ha natura di debito di valore e non di valuta, in quanto il principio nominalistico è applicabile solo nel caso di inadempimento di un obbligazione pecuniaria ab origine. Sulla base di quanto considerato, quindi, la responsabilità per danno erariale da luogo a un debito di valore e non di valuta, e pertanto il danno accertato deve essere liquidato con riferimento ai valori della moneta proprio del momento della decisione; da qui la necessità per il giudice, una volta determinato il danno da porre a carico dei responsabili, di considerare ai fini della somma da risarcire, anche al valutazione monetaria e gli interessi legali sulla somma stessa.

Tuttavia non è sempre possibile effettuare una esatta determinazione e quantificazione del danno, mancando spesso sicuri parametri di riferimento oggettivi; in tali casi il giudice contabile può fare ricorso alla applicazione del criterio della valutazione equitativa previsto dall' art. 1226 del c.c.; la valutazione equitativa del danno è fondata sul principio di contemperamento di interessi diversi e si può configurare come un giudizio dei fattori incidenti sul danno risarcibile, il quale viene ricaricato come la risultante dei vari e contrastanti elementi che hanno una maggiore o minore possibilità di incidere positivamente o negativamente sul suo ammontare. La valutazione equitativa attiene alla determinazione di un danno che non può essere provato nel suo preciso ammontare, ma da tale affermazione

consegue che la valutazione esige, in primo luogo, la prova dell' esistenza di un danno, ed in secondo luogo, una incertezza limitata alla determinazione della sua precisa entità; quindi il profilo della esatta quantificazione del danno non va confuso con quello della esistenza del danno stesso.

Nel processo logico-giuridico volto a stabili l'esatta quota di danno da porre a carico del responsabile occorre considerare il cosiddetto potere riduttivo del giudice, che è uno degli aspetti più caratteristici del processo contabile e che consente al giudice contabile di delimitare il risarcimento a favore dell' ente pubblico danneggiato ad uno quota soltanto del suo importo effettivo; la giurisprudenza della Corte dei conti ha sostenuto che il potere riduttivo dell' addebito costituisce una sorta di parziale rinuncia al credito derivante dalla valutazione del giudice contabile e non dal creditore, nella quale debbono essere presi in considerazione non soltanto gli elementi estranei all'attività dell'agente, ma anche ogni circostanza di fatto che può indurre ad una meno rigorosa valutazione della responsabilità e che vanno individuate nella situazione obiettiva nella quale il responsabile è stato costretto ad operare o nella situazione soggettiva concernente l'attività sia del danneggiato che del responsabile medesimo. L'orientamento giurisprudenziale tende ad attribuire al potere riduttivo un fondamento di diritto pubblico poiché, mediante il suo esercizio, si tende l'addebito proporzionale ed adeguato alla variabilità che coloro che sono chiamati ad operare nella pubblica amministrazione devono affrontare in considerazione della complessità organizzativa e funzionale della stessa. In definitiva, attraverso il potere riduttivo il giudice, una volta effettuata stricto iure la determinazione del danno, può mitigarla con una valutazione che tenga

conto di particolari circostanze della fattispecie non considerabili dalla astratta previsione normativa, e ciò al fine di assicurare una più soddisfacente giustizia del caso concreto. La Corte dei conti ha poi conseguentemente stabilito che, poiché l'uso del potere riduttivo ha come conseguenza il fatto che una parto del danno ingiusto subito dall' ente pubblico finisce per restare a carico dell'erario, e quindi dei contribuenti, è necessario che esso sia sempre ampiamente motivato, attraverso "motivazione che devono essere tanto più circostanziate e concludenti quanto più è ampio l'uso del potere di che trattasi".

- Il nesso di casualità:

  Secondo i principi elaborati dalla giurisprudenza e generalmente accolti, in virtù della teoria della causa efficiente, si ha responsabilità solo in presenza di una consequenzialità diretta e immediata tra l'azione doloso o gravemente colposa del soggetto agente e il danno finanziario subito dall' ente pubblico, e cioè, quando il danno sia riconducibile alla condotta omissiva o commissiva, del soggetto agente, e questa si ponga in rapporto causa-effetto con il danno patrimoniale subito dalle finanze dell'ente.

  Ai fini dell'accertamento della sussistenza del nesso di causalità è definito che, pur allorquando il danno patrimoniale subito dalle finanze dell'ente territoriale o locale a seguito della stipula di contratti per prodotti finanziari derivati sia riconducibile, sotto il profilo causale, ad atti deliberati o ad atti di indirizzo degli organi di governo dell'ente stesso, al responsabilità sarà configurabile, e quindi il danno sarà imputabile, solo ed esclusivamente nei confronti degli amministratori che hanno espresso voto favorevole, con esclusione, quindi, non solo dei componenti degli organi collegiali (Consigli e Giunte) che abbiano espresso voto contrario, ma anche di quelli che, pur

contribuendo con la loro presenza a determinare il numero legale, e pur arrecando, quindi, un rapporto causale cosiddetto funzionale alla approvazione di quegli atti, si siano tuttavia astenuti.

Va aggiunto un particolare molto importante, ovverosia che l'art.1 co.1-ter della L. 14 gennaio 1994 stabilisce che "nel caso di atti che rientrano nella competenza propria degli uffici tecnici o amministrativi, la responsabilità non si estende ai titolari degli organi politici che in buona fede li abbiano approvati, oppure ne abbiano autorizzato o consentito l'esecuzione". In sostanza tale norma pare creata ad hoc per creare un esplicito rafforzamento di garanzia nei confronti dei titolari degli organi politici degli enti territoriali e locali, e cioè, dei componenti degli organi assembleari o degli organi esecutivi, allorché gli stessi abbiano approvato in buonafede gli atti che rientrano nella competenza propria degli uffici tecnici o amministrativi, o ne abbiano in buona fede autorizzato o consentito l'esecuzione, assai difficilmente sarà configurato nei loro confronti l'elemento soggettivo del dolo o della colpa grave, richiesto dalla legge.

- Per quanto riguarda l'elemento soggetto va detto che, allo scopo di mitigare il rischio connesso con l'esercizio delle pubbliche funzioni, emerso con sempre maggiore evidenza negli ultimi anni a seguito delle numero iniziative delle procure regionali della corte dei conti si è stabilito che "la responsabilità dei soggetti sottoposti alla giurisdizione della Corte dei conti in materia di contabilità pubblica è personale e limitata ai fatti ed alle omissioni commessi con dolo e con colpa grave, ferma restando l'insindacabilità, nel merito, della scelte discrezionali". A seguito di tale innovazione, pertanto, per la sussistenza della responsabilità amministrativa è ora richiesto l'elemento soggettivo del dolo o della colpa

grave. Il dolo, come noto, consiste nella cosciente volontà di determinare l'evento dannoso, e cioè, un danno patrimoniale alle finanze dell'ente, mentre la colpa grave consiste in una grave negligenza, in un comportamento disattento e negligente al punto da non assolvere ai propri doveri con la diligenza minima richiesta a un soggetto di normale intelligenza. In particolare per quanto riguarda la nozione di colpa grave, solitamente di on univoca definizione, la giurisprudenza afferma che "per aversi colpa grave non si richiede che sia tenuto un comportamento assolutamente scriteriato o abnorme, ma è sufficiente, che l'agente abbia serbato un comportamento contrario a regole deontologiche elementari, senza adottare cioè, quelle cautele, cure o conoscenze che costituiscono lo standard minimo di diligenza richiesta con specifico riguardo all' attività esercitata".

Sempre con riferimento alla nozione di colpa grave, in altra occasione è stato puntualmente affermato che "non ogni condotta diversa da quella doverosa implica colpa grave, ma solo quella che sia caratterizzata da particolare negligenza, imprudenza o imperizia, e che sia posta in essere senza l'osservanza, nel caso concreto, di un livello minimo di diligenza, prudenza o perizia in relazione al tipo di attività concretamente richiesto dall'agente e alla sua particolare preparazione professionale, in quel settore della pubblica amministrazione al quale è preposto".

Il principio secondo cui "*nel caso di atti che rientrano nella competenza propria degli uffici tecnici o amministrativi, la responsabilità non si estende ai titolari degli organi politici che in buona fede li abbiano approvati, o ne abbiano autorizzato o consentito l'esecuzione*", è una diretta e concreta applicazione del

principio della ripartizione delle funzioni fra organi politici e organi della gestione negli enti territoriali e locali, e della conseguente distinzione di responsabilità degli stessi.

Le "Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze della amministrazioni pubbliche" individua le funzioni e le responsabilità degli organi di governo in relazione alle loro funzioni di indirizzo politico amministrativo, stabilendo che "*gli organi di governo esercitano le funzioni di indirizzo politico-amministrativo, definendo gli obbiettivi ed i programmi da attuare ed adottando gli altri atti rientranti nello svolgimento di tali funzioni, e verificano la rispondenza dei risultati dell'attività amministrativa e della gestione agli indirizzi impartiti; ad essi spettano in particolare: a) le decisioni in materia di atti normativi e l'adozione dei relativi atti di indirizzo interpretativo ed applicativo; b) la definizione di obiettivi, priorità,piani, programmi e direttive generali per l'azione amministrativa e per la gestione; c) la individuazione delle risorse umane, materiali ed economico-finanziarie da destinare alle diverse finalità e la loro ripartizione tra gli uffici di livello dirigenziale generale; d) la definizione dei criteri generali in materia di ausili finanziari a terzi e di determinazione di tariffe, canoni e analoghi oneri a carico di terzi; e) le nomine, designazioni ed atti analoghi ad essi attribuiti da specifiche disposizioni; f) le richieste di pareri alle autorità amministrative indipendenti ed al consiglio di stato; g) gli altri atti indicati dal presente decreto*".

Nel definire poi le funzioni degli organi della gestione, e cioè dei dirigenti, o comunque del personale investito dell'esercizio delle funzioni dirigenziali pur senza rivestire la qualifica dirigenziale, stabili che "*ai dirigenti spetta l'adozione di atti e provvedimenti amministrativi, compresi tutti gli atti che impegnano l'amministrazione verso l'esterno, nonché la gestione finanziaria, tecnica ed*

amministrativa mediante autonomi poteri di spesa, di organizzazione delle risorse umane, strumentali e di controllo; essi sono responsabili in via esclusiva dell'attività amministrativa, della gestione, e dei relativi risultati".

Alla luce di tali disposizioni deve quindi ritenersi, come regola generale, che nell' ambito delle amministrazioni pubbliche, e quindi anche nell' ambito degli enti territoriali e locali, gli organi di governo sono competenti, per legge per l'adozione degli atti di indirizzo, programmazione e di verifica, mentre gli organi di gestione sono competenti per legge per tutti gli atti di gestione, anche a rilevanza esterna.

Sulla base di quanto detto, quindi, è stabilito che la responsabilità amministrativa per il danno patrimoniale alle finanze dell'ente in relazione alla stipula di contratti per strumenti finanziari derivati va accertata sulla base della distinzione di competenze fra organi elettivi, o di governo, e organi burocratici, o di gestione, essendo chiaro che ognuno è chiamato a rispondere, come ovvio, per gli atti di rispettiva competenza. Quindi fra gli organi di governo competenti per gli atti di indirizzo, programmazione e verifica, e gli organi di gestione, competenti per tutti gli atti di gestione, può dirsi che la responsabilità amministrativa segue le competenze.

Il principio della distinzione di responsabilità fra organi elettivi e struttura burocratica dell' ente locale ha espressamente assegnato ai dirigenti degli uffici o dei servizi degli enti locali specifiche competenze gestionali, concetto ribadito anche dalla giurisprudenza delle sezioni riunite della corte dei conti, che affermano che "*non è ravvisabile responsabilità del sindaco per la mancata esazione delle indennità di mora dovute dal concessionario del servizio di riscossione dei diritti sulla pubblicità e sulle pubbliche affissioni in ragione di ritardati riversamenti degli incassi in tesoreria, quando allo stesso siano ascritte*

non specifiche violazioni del dovere di vigilanza sull' andamento degli uffici e dei servizi comunali, ma il fatto stesso del mancato computo della mora, di per se ascrivibile, specie nell'ambito di comuni di grandi dimensioni, soltanto ai funzionari preposti agli uffici amministrativi comunali".

In tal modo si ribadisce il principio secondo cui la responsabilità amministrativa va accertata con specifico riferimento alle competenze degli organi, con la conseguenza che, allorché il danno erariale sia riconducibile a fatti di gestione commissivi ed omissivi, rientranti nella competenza degli uffici, la relativa responsabilità va imputata esclusivamente ai dirigenti o ai responsabili degli stessi. Peraltro, se questo da un lato riafferma con chiarezza la diretta responsabilità dei dirigenti o responsabili degli uffici o dei servizi degli enti territoriali e locali per atti o fatti di gestione di loro specifica competenza, dall'altro non significa che gli organi elettivi, o di governo, siano sempre e in ogni caso esenti da responsabilità amministrativa in relazione agli stessi fatti; occorre ricordare che tali organi possono comunque essere chiamati a rispondere del danno patrimoniale subito dalle finanze dell'ente stesso non solo allorché siano venuti meno al dovere di vigilanza sul buon andamento degli uffici e dei servizi che ad essi fa capo, ma anche quando il danno alle finanze dell'ente sia direttamente riconducibile agli atti di programmazione, di indirizzo o di controllo, o comunque alla attività di direzione dell' attività amministrativa, che la legge riserva alla loro competenza. Tale precisazione serve a liberare il campo dal falso convincimento secondo cui, alla luce del riparto di competenza fra organi elettivi e struttura burocratica dell'ente locale, i primi siano responsabili sono sul piano politico, mentre sul piano della responsabilità amministrativa siano chiamati a rispondere solo ed in ogni caso i dirigenti degli uffici o dei servizi dell'ente locale.

In via generale, si può affermare che allo scopo di evitare di incorrere in ipotesi di responsabilità amministrativa gli amministratori degli enti territoriali e locali devono prestare la massima attenzione nello svolgimento della attività di programmazione, di indirizzo e di controllo di loro specifica competenza, atteso che, alla luce del vigente ordinamento di tali enti, una sana e corretta gestione delle pubbliche risorse va garantita soprattutto nella fasi di programmazione e attraverso una attenta attività di indirizzo e di controllo. E' stato inoltre affermato, seguendo la scia di questo orientamento giurisprudenziale, che non è ravvisabile alcuna colpa del comportamento degli amministratori di un Comune che in buona fede abbiano deliberato il pagamento di lavori commissionati dal Comune stesso sulla base delle fatture vistate dal funzionario comunale incaricato dell'istruttoria della pratica, essendo tenuto lo stesso funzionario, e non gli amministratori, alla verifica, prima di procedere alla liquidazione della spesa, dell'effettiva ed esatta esecuzione dei lavori commissionati. In tal modo si ribadisce il principio secondo cui la responsabilità amministrativa va accertata con specifico riferimento alle competenze degi organi e degli uffici, e dei relativi obblighi connessi, con la conseguenza che, allorché il danno erariale sia riconducibile a fatto di gestione commissivi od omissivi, la responsabilità vada imputata esclusivamente ai dirigenti o ai responsabili degli stessi.

Altro principio di cui tenere conto è quello del principio di solidarietà. Strettamente correlato al carattere personale della responsabilità amministrativa è, infatti, l'affermazione del divieto del vincolo di solidarietà. In particolare, ai fini della ripartizione del danno la legge stabilisce che "se il fatto dannoso è causato da più persone, la Corte dei conti, valutate le singole responsabilità, condanna ciascuno per la parte che via ha preso". Alla luce di tale principio, che ha

limitato il regime di responsabilità alle sole ipotesi in cui i soggetti concorrenti abbiano conseguito un illecito arricchimento o abbiano agito con dolo, e che ha dato, come si è detto, definitiva soluzione normativa alla annosa questione sorta tra i sostenitori della parziarietà e i sostenitori della solidarietà nella responsabilità amministrativa, è onere del pubblico ministero e dello stesso giudice contabile operare una analitica ripartizione del danno fra i vari soggetti che abbiano concorso a determinarlo, in ragione della parte che vi ha preso, e cioè, in ragione del rispettivo apporto causale alla causazione del danno stesso. In questo processo, il giudice ha il dovere di tenere conto anche della cosiddetta imputazione virtuale del danno, ossia dell' apporto causale anche dei soggetti che, benché non convenuti in giudizio, abbiano comunque contribuito alla causazione del danno, imputando quindi virtualmente anche ad essi la quota di danno addebitabile sul piano causale del loro comportamento. Tale principio tuttavia non vale con riferimento ai componenti degli organi collegiali che abbiano espresso voto contrario o che, pur contribuendo con la loro presenza a determinante il numero legale per l'approvazione della delibera da cui sia derivato il danno, e pur arrecando, quindi, un loro apporto causale funzionale alla approvazione dell'atto deliberativo causativo del danno, si siano tuttavia astenuti.

Un'altro principio fondamentale riguardante le controversie concernenti la responsabilità amministrativa ha riguardato l'insindacabilità, da parte del giudice contabile, delle scelte discrezionali degli amministratori e dei dirigenti delle amministrazioni pubbliche. L'affermazione di ciò costituisce una sicura garanzia per gli amministratori e per i dirigenti; nato per l'esigenza di ristabilire le giuste regole per assicurare la certezza dell'esercizio delle funzioni amministrative, tale principio garantisce la sfera il rispetto della sfera di discrezionalità

amministrativa ogniqualvolta questa fosse esercitata nel rispetto della legge, essendosi troppo spesso verificato, negli anni precedenti, che il giudice penale o il giudice contabile si sostituisse all'amministrazione nel riconsiderare le scelte amministrative legittimamente fatte, e che fossero considerati come abuso di potere o come fonte di danno erariale fatti che rilevano solo sul piano della legittimità, nella particolare fattispecie dell'eccesso di potere, che fosse scambiata l'illegittimità con l'illegalità, o delle semplice irregolarità formali con delle illegalità a rilevanza penale o contabile. Alla luce di una sempre più frequente ingerenza del giudice contabile nelle scelte discrezionali dell' amministrazione, il legislatore ha avvertito l'esigenza di ristabilire precisi limiti al sindacato giurisdizionale nei confronti delle scelte discrezionali delle amministrazioni, nella piena consapevolezza che anche l'esercizio della funzione amministrativa gode di un suo ambito di autonomia. L'affermazione del principio per cui "la responsabilità dei soggetti sottoposti alla giurisdizione del Corte dei conti in materia di contabilità pubblica e personale è limitata ai fatti ed alle omissioni commessi con dolo o con colpa grave, ferma restando l'insindacabilità nel merito delle scelte discrezionali", sta a significare che il giudice contabile, nell' accertare e nel valutare gli atti o i fatti degli amministratori e dei dipendenti delle amministrazioni pubbliche ai fini dell'accertamento della responsabilità amministrativa o contabile, non può sostituirsi alla stessa amministrazione, dovendo in ogni caso rispettare al sua autonomia; in tale valutazione, dunque, il giudice contabile incontra il limite dalle insindacabilità nel merito delle scelte discrezionali, solvo l'ipotesi in cui le scelte, per quanto discrezionali, si presentino come palesemente irrazionali, e quindi non sorrette da alcun criterio logico-giuridico.

E' il caso,tuttavia, di chiedersi se la decisione degli amministratori di un ente territoriale o locale di stipulare un contratto per prodotti finanziari derivati costituisse o meno una scelta discrezionale, e, come tale, non sindacabile da parte del giudice contabile. Al riguardo si ritiene che una tale decisione non possa costituire una scelta discrezionale, dovendo la stipula di questi contratti compatibile con gli equilibri di bilancio. In ogni caso, quando si volesse ritenere che la decisione degli amministratori costituisca una scelta discrezionale, non vi è dubbio che alla luce delle prescrizioni prevista, si ritiene che la decisione di stipula in assenza di una adeguata valutazione dei rischi connessi a tale operazione e del conseguente danno patrimoniale che lo stesso potrebbe comportare per le finanze dell' ente, si rivelerebbe comunque una scelta irragionevole, contraria alla legge, e come tale, benché discrezionale, comunque sindacabile da parte del giudice contabile sulla base dell' orientamento giurisprudenziale in merito alla sindacabilità delle scelte discrezionali.

Qualora la stipula di contratti per prodotti derivati da parte degli enti territoriali e locali sia finalizzata alla acquisizione di risorse per finanziare spese corretti, e cioè, spese dovere da quelle di investimento, in violazione dell'*art.119 della Costituzione*, può insorgere a carico degli amministratori una ulteriore forma di responsabilità, di tipo sanzionatorio, prevista per la prima volta dalla Legge finanziaria del 2003; la norma in questione prevede che, nel caso si verifichi la predetta situazione, "*le sezioni giurisdizionali regionali della Corte dei conti possono irrogare gli amministratori, che hanno assunto la relativa delibera, la condanna ad una sanzione pecuniaria pari ad un minimo di cinque fino ad un massimo di venti volte l'indennità di carica percepita al momento di commissione della violazione".*

Con tale disposizione il legislatore, dunque, ha previsto una duplice sanzione: da un lato ha sancito sul piano oggettivo e civilistico la nullità degli atti e contratti relativi all' indebitamente, dall' altro ha introdotto sul piano soggettivo, e cioè sul piano della responsabilità dei soggetti che abbiano deliberato il ricordo dell' indebitamento in violazione del predetto divieto, una sanzione pecuniaria pari a un multiplo dell' indennità di carica percepita. Appare chiaro quindi che qualora gli amministratori degli enti territoriali e locali deliberino la stipula di contratti per prodotti finanziari derivati per finanziare spese correnti, non solo i relativi atti e contratti saranno nulli, ma gli stessi amministratori possono altresì incorrere in una sanzione pecuniaria.

Per mostrare un esempio giurisprudenziale, riportiamo la sentenza delle sezioni riunite della corte dei conti del 27.12.2007, che afferma[35]:

"*allo stato della vigente legislazione posta a tutela della finanza pubblica, il rispetto del suddetto divieto di indebitamento, insieme al rispetto del cosiddetto patto di stabilità interno rappresenta un elemento di centrale rilevanza ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e del coordinamento della finanza pubblica. […] la sanzione di cui all' art. 30, comma 15, della legge n 289/3003, configura una particolare fattispecie di responsabilità sanzionatoria che differisce e va tenuta nettamente distinta dalla ordinaria responsabilità amministrativa-contabile per danno di tipo risarcitorio, di cui solitamente conosce il giudice contabile. In proposito giova considerare infatti che la potenziale lesione degli equilibri di bilancio, prescinde dal verificarsi di un danno risarcibile in senso proprio; peraltro i due profili (quello sanzionatori e quello risarcitorio), pur restando divisi, possono tuttavia coesistere, qualora, in conseguenza della violazione del vincolo costituzionale, venga a verificarsi per*

[35] Corte dei conti, sezione riunite, 27 dicembre 2007, 12/QM/2007, Pres. Todaro Marescotti, Est. Miele

l'amministrazione pubblica anche un danno patrimonialmente valutabile. Mentre, infatti, la responsabilità amministrativa di tipo risarcitorio di cui solitamente la Corte è finalizzata al risarcimento del danno patrimoniale subito dall'amministrazione pubblica in relazione alla violazione di obblighi di servizio, nella fattispecie in parola la violazione del vincolo costituzionale di cui all'art.119, sesto comma, della costituzione, viene sanzionata a prescindere dalla produzione di un danno, avendo il legislatore ritenuto meritevole di particolare protezione la regola dell' equilibrio di bilancio anche quando la sua violazione non comporti un danno attuale e concreto valutabile economicamente, ma soltanto il pericolo di disequilibri che incidano negativamente sulla stabilità della finanza pubblica nel suo complesso. In considerazione di ciò, è irrilevante – ai fini della irrogazione della sanzione – che la violazione del divieto costituzionale abbia cagionato un danno, tenuto conto, altresì, che la sanzione è commisurata a paramente certi (le indennità percepire dagli amministratori al momento della violazione) ed è irrogabile, nei limiti minimo e massimo individuati dalla legge stessa, in ragione della mera potenzialità lesiva insita nella violazione del vincolo costituzionale di cui all' art. 119, sesto comma della costituzione. In considerazione di ciò, questo particolare tipo di responsabilità amministrativa (quella sanzionatoria) al contrario della responsabilità amministrativa ti tipo risarcitorio, che non può sussistere se non in presenza di un danno risarcibile – non implica necessariamente la sussistenza di un danno patrimoniale, in quanto, essendo di tipo sanzionatorio e non risarcitorio, può sussistere pur allorquando non si sia verificato alcun patrimonialmente rilevante per le finanze dell' ente di appartenenza dell'amministratore o del dipendente pubblico che abbia violato il precetto previsto dalla legge, e a cui la legge stessa riconnette l'applicazione di

una sanzione. Viò è a dire che, ai fini della sussistenza della responsabilità per danno, ma è necessario che si accerti la mera violazione del precetto previsto dalla legge, oltre, ovviamente l'elemento psicologico, E' evidente, peraltro. Che ove quella stessa condotta illecita dovesse cagionare un danno patrimoniale, economicamente valutabile. La fattispecie comporterebbe altresì la responsabilità amministrativa di tipo risarcitorio, che – com' è noto- è configurata dal legislatore mediante il ricorso ad una clausola generale,secondo cui la responsabilità discende dall'aver cagionato un danno patrimoniale all'amministrazione pubblica, in violazione degli obblighi di servizio e con comportamenti omissivi o commissivi connotati dall' elemento soggettivo del dolo o della colpa grave."

Questa particolare forma di responsabilità amministrativa di tipo sanzionatorio di aggiunge e può concorrere con la responsabilità amministrativa, il che sta a significare che qualora la stipula di contratti per prodotti derivati da parte degli enti territoriale locali sia finalizzata alla acquisizione di risorse per finanziare spese correnti a carico degli amministratori che abbiano deliberato la stipula dei contratti medesimi, può configurarsi sia la responsabilità amministrativa di tipo risarcitorio, quando dai derivarti sia scaturito un danno patrimoniale certo, attuale e concreto per le finanze dell'ente;

Proseguono cosi infatti le sezione riunite della corte dei conti:

"la sanzione in parola si inquadra in quel sistema tipizzato di fattispecie di responsabilità sanzionatoria che si è venuto delineando, negli ultimi anni, mediante la previsione, sul piano legislativo, di fattispecie tipizzate di illeciti amministrativo-contabili, che si aggiungo alle tradizionali fattispecie di responsabilità sanzionatoria già conosciute dall' ordinamento e rientranti nella giurisdizione della Corte dei conti, che stanno dando luogo ad un verso e

proprio sistema sanzionatorio contabile, che si affianca, nella tutela delle risorse pubbliche, al sistema tradizionale della responsabilità amministrativa di tipo risarcitorio basato sulla clausola generale del risarcimento dei danno. Il fatto che la sanzione prevista dall' art. 30, comma 15, della legge n. 289/2002 configuri una particolare fattispecie di responsabilità sanzionatoria devoluta alla giurisdizione della corte dei conti non deve indurrà peraltro a ritenere sul piano teorico costruttivo che la responsabilità amministrativa abbia, in via generale, una connotazione sanzionatoria piuttosto che risarcitoria. Ed infatti, fermo restando che la responsabilità amministrativa per danno ha, in via generale, sicuramente natura risarcitoria, il fatto che quella prevista dall'art. 30, comma 15 della legge n 289/2002 configuri una particolare fattispecie di responsabilità sanzionatoria non solo non costituisce argomento decisivo per ritenere sul piano teorico ricostruttivo che la responsabilità amministrativa abbia, in via generale, una connotazione sanzionatoria piuttosto che risarcitoria, ma induce, per contro, a ritenere che, alla luce dell'ordinamento vigente, le stessa (la responsabilità di tipo sanzionatorio) è sicuramente compatibile, nel sistema delle responsabilità devolute alla cognizione della corte dei conti, con la stessa responsabilità amministrativa di tipo risarcitorio. In proposito giova ricordare che la Corte dei conti ha giurisdizione nelle materie di contabilità pubblica e nelle altre specificate dalla legge, cosi attribuendo alla giurisdizione del giudice contabile non solo, in via generale, al responsabilità amministrativa per danno, e quindi di tipo risarcitorio, energia, nel senso di responsabilità non tipizzata, che trova comunque la sua fonte delle materie di contabilità pubblica, ma anche, in via speciale, le altre fattispecie di responsabilità sanzionatoria. Cosi ricostruito sul piano teorico e a livello costituzionale, il quadro di riferimento della responsabilità amministrativa per danno, di tipo risarcitorio, e la

responsabilità amministrativa di tipo sanzionatorio, è appena il caso di osservare che le stesse sono entrambe riconducibili alla più generale categoria della responsabilità amministrativa degli amministratori e dei dipendenti pubblici devoluta alla giurisdizione della Corte e conti, in quanto compatibili no solo sul piano normativo, e segnatamente a livello costituzionale, ma anche sul piano concettuale, fermo restando ce esse hanno natura e disciplina normativa diversa. Ed infatti, mentre la prima è un tipo di responsabilità generica, nel senso che non è tipizzata né nei comportamenti, né nella quantificazione dell' addebito e che, in quanto risarcitoria, si configura, come è noto, ogni qualvolta vi sia un danno patrimoniale risarcibile, economicamente valutabile. Attuale e concreto, sofferto dall' amministrazione pubblica, sempreché il comportamento omissivo o commissivo del soggetto, o dei soggetti, a cui il danno è ricollegabile sia connotato dall'elemento psicologico del dolo o della colpa grave, la seconda è un tipo di responsabilità amministrativa che non può essere generica, am tipizzata, in quanto, essendo di tipo sanzionatorio, le relative fattispecie devono necessariamente corrispondere ai parametri costituzionali di cui al summenzionato art. 25 della Costituzione, e cioè, al principio di stretta legalità nella molteplice accezione della tipicità, della tassatività della determinatezza e della specificità (nel senso che la legge deve molto puntualmente indicare ogni elemento dell' intera fattispecie sanzionatoria, e cioè, sia con riferimento al precetto che alla sanzione)".

Per concludere, quanto alla disciplina di questa particolare fattispecie di responsabilità sanzionatoria, le sezioni riunite hanno affermato in sede di risoluzione di questioni di massima che:

- Il tipo di procedimento giurisdizionale da seguire deve essere quello previsto per l'ordinario giudizio di responsabilità dinanzi alla corte;
- Ai fini della applicazione della sanzione in parola nei confronti degli amministratori che abbiano deliberato il ricordo all'indebitamente per spese diverse da quelle di investimento, è necessario che ricorra, nella fattispecie concreta, l'elemento soggettivo della colpa grave, o, ovviamente, del dolo;
- Ai fini della integrazione della fattispecie sanzionatoria in parola è necessario che la delibera di contrarre il mutuo venga portata ad esecuzione mediante la stipula del relativo contratto, non essendo sufficiente, al fine suddetto, la sola adozione della deliberazione di contrarre il mutuo stesso.

CAPITOLO 6:

CASI REALI

L'analisi appare ora matura per andare ad affrontare alcuni casi reali che permettano, infine, di comprendere a pieno le situazioni pratiche che l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali possono comportare.

Due sono i casi ritenuti unanimemente rilevati, e in cui la sentenza conclusiva ha senza dubbio rappresentato una sparti acque giurisprudenziale da cui le valutazioni future non potranno sottrarsi, accomunate dallo stesso problema di fondo, ma sicuramente da dimensioni diverse dell'ente: il caso del comune di Milano (con la sentenza n. 13976 del 04.02.2013 da parte del Tribunale di Milano, e il caso del comune di Omegna (con la sentenza n. 343 del 22.03.2013 del TAR del Piemonte).

Analizzeremo queste due importanti sentenze, fornendo inizialmente il quadro dei fatti e poi le decisioni dei due istituti giuridici.

6.1 MILANO – SENTENZA n. 13976 del 04.02.2013

Agli inizi dell'anno 2005 il Comune di Milano, in seguito ad una serie di vicende contabili collegate al mancato introito relativo alla messa sul mercato e alla vendita delle azioni SEA, viene a trovarsi in una situazione bilancistica difficile che non avrebbe permesso il pareggio di bilancio previsto per lo stesso anno. L'allora Assessore al Bilancio Mario Talamona, approfittando delle possibilità previste dalle Legge 28.12.2001 n. 488 nonché dal decreto n. 389 del 01.12.2003, decide allora di percorrere la strada della conversione dei mutui gravanti sul bilancio comunale, stipulati dopo il 1996 sia con la Cassa Depositi e Prestiti sia con altri Istituti bancari, ristrutturandoli complessivamente mediante

la creazione e l'emissione di un prestito obbligazionario (Bond) relativo alla somma totale dei mutui stessi. Tale percorso viene effettuato con la fattiva collaborazione di alcuni primari istituti banca che, a partire dal gennaio 2005, avevano già inviato varie note e lettere al Comune (in particolare al Direttore Generale pro tempore Giorgio Porta) prospettando la possibilità concreta di tale operazioni nonché la sua convenienza economico-finanziari. Come visto nel capitolo precedente, ai sensi dell'art. 41 della L. 488/2001, tale operazione poteva essere effettuata solo e soltanto nella misura in cui la stessa avesse una convenienza economico-finanziaria per l'Ente e che cioè il valore finanziario della passività totali gravanti sul Comune post operazione fosse inferiore al valore finanziario della passività precedenti. In seguito a rassicurazioni provenienti in particolare da JP Morgan, il comune decide di iniziare il percorso in oggetto: con Delibera della Giunta Comunale del 3 maggio 2005 viene fissato l'Atto di Indirizzo per la selezione delle Banche Arrangers ai fini dell'emissione obbligazionaria in questione. A tale atto, a firma Porta, Casiraghi e Talamona, viene delineata la trattativa privata, con gara ufficiosa da svolgersi per l'individuazione di tali istituti nonché l'indicazione di una commissione di collocamento omnicomprensiva collegata all'operazione di emissione obbligazionaria. Nella delibera si chiarisce quale sia l'obbiettivo del Comune e cioè "di assegnare l'obbiettivo per l'avvio delle procedure con le banche … per l'individuazione di uno o più arrangers … per l'emissione obbligazionaria … inclusa l'eventuale ristrutturazione delle operazioni di swap in essere". A tale delibera viene allegato l'elenco dei mutui sia a tasso fisso sia variabile che gravavano sul bilancio dell' Ente per un totale di circa 1 miliardo e 800 milioni di euro. E' utile notare che in tale delibera si fa riferimento in maniera esplicita alla eventuale ristrutturazione delle operazioni swap in essere: questo perché su

una parte del debito gravante sul Comune era presente un derivato di tasso (IRS) stipulato con la banca Unicredit nell'anno 2002, derivato il cui valore, al momento dei fatti, è negativo per il Comune di circa 96 milioni di euro, cifra che peraltro era stata già presa in considerazione nella missiva/proposta di JP Morgan al Comune del gennaio 2005, anche ai fini della valutazione della convenienza dell'operazione. Questo ultimo aspetto sarà di particolare rilevanza in quanto il peso negativo relativo alla chiusura di tale derivato (resa necessaria dalla chiusura o modifica del debito originario a cui lo stesso faceva riferimento), comporterà per il Comune rilevanti problemi subito dopo la chiusura dell'operazione di ristrutturazione del debito avvenuta tra il 24 e il 26 giugno del 2005. In ogni caso con Determinazione Dirigenziale n. 57 del 04.05.2005 a firma della Direttrice Generale del settore Finanza, Angela Casiraghi, il Comune invia delle lettere di invito a dei primari Istituti bancari ai fini di conoscere la loro disponibilità a partecipare alla gara per l'affidamento dell'incarico di Arrangers; è sempre utile notare che anche in questo invito, oltre alla preparazione ed organizzazione della emissione del bond attraverso l'individuazione dei mutui da estinguere ed al calcolo di convenienza economica, il Comune fa esplicito riferimento alla eventuale ristrutturazione di operazioni swap in essere. In seguito all'espletamento della gara (a cui partecipano numero banche nazionali ed internazionali di grande rilievo), risultano vincitori gli Istituti bancari JP Morgano Chase Bank, Deutsche Bank, UBS Limited e Depf Bank Plc. Agli stessi viene riconosciuta una commissione omnicomprensiva dello 0,01% sul totale dell'operazione, dovendosi tutti gli istituti allinearsi all'offerta economica più bassa fatta da Depfa Bank.

Tale situazione viene riconosciuta in modo formale con Determina Dirigenziale del 23 maggio 2005, nella quale viene approvata l'offerta Tecnica ed Economica delle quattro banche e alle stesse viene affidato il servizio di Arrangers per l'operazione con una commissione delle 0.01% complessiva. Le quattro banche Arrangers inviano allora al Comune, in data 27 maggio 2005, un memorandum relativo alla fattibilità dell'intera operazione ed alle sue articolazioni organizzative allegando il Calcolo di Convenienza Economica, ossia il raffronto fra la situazione debitoria e finanziaria del Comune prima della possibile operazione e quella successiva alla stessa. In questo documento le banche indicano la convenienza economica complessiva dell'operazione in circa 57 milioni di euro. Tale convenienza viene ribadita nella lettera che le banche inviano al comune il 3 giugno 2005, sia per quanto riguarda la cifra complessiva indicata, sia per quanto riguarda la garanzia che tale convenienza durerà per tutta la vita dell'operazione. E' importante notare che in questi due documenti le banche raccomandano al comune (cosi come avevano fatto più volte in precedenza) una certa velocità nella decisione di effettuare tale tipo di operazione, velocità dovuta al fatto che alla fine di giugno sono in scadenza numerose rate di mutui in essere, rate il cui pagamento potrà essere posticipato di un anno nel momento in cui il mutuo venga convertito nella corrispondente parte del bond (in questo senso le banche parlano, per l'anno in corso, di un risparmio per le casse comunali di oltre 100 milioni di euro).

In seguito a tale prospetto delle banche Arrangers la Giunta Comunale propone una delibera al Consiglio in data 6 giugno 2005 evidenziando:

- La riduzione del valore finanziario delle passività totali del Comune;

- La necessità di una operazione di ammortamento del capitale e di un contemporaneo swap di tasso a fini di copertura (amortising);
- L'esistenza della relazione degli Arrangers che parla di convenienza in termini finanziari;
- La necessità dell'approvazione dell'operazione di swap di ammortamento in strumenti finanziari derivati relativi alla gestione del tasso di interesse.

Va sottolineato che nella proposta viene abbandonato i riferimento alla Legge Italiana facendo invece esplicito riferimento a quella inglese che regola l'approvazione e la gestione di tali contratti. Il 16 giugno 2005 le quattro banche Arrangers mandano al Comune una bozza di Nota Consolidata in cui si fa un integrare riferimento sia all'operazione di prestito obbligazionario sia al contemporaneo swap di ammortamento: in particolare le banche, dopo aver confermato la complessiva convenienza economico finanziaria dell'intera operazione, fanno presente al Comune il rischio speculativo collegato alla eventuale effettuazione di una gara per l'affidamento della gestione dello swap e consigliano pertanto all' Ente stesso di affidare tale gestione a loro medesime. Sempre il 16 giugno 2005 il Consiglio Comunale delibera di approvare la proposta fino qui pervenuta da parte delle banche Arrangers affidando alla Giunta Comunale l'esplicita delibera di approvazione, delibera che da parte della Giunta viene effettuata in data 21 giugno 2005 e nella quale viene esplicitato e dettagliato tutto il meccanismo contrattuale già contenuto nella Nota Consolidata: in particolare viene deliberato di affidare alle banche Arrangers anche l'operazione di swap di ammortamento e di tasso considerata la complessiva convenienza economico-finanziaria delle operazioni della stesse

prospettate. Il 22 giugno 2005 il Dott. Porta (Direttore Generale del comune) invia alle banche Arrangers una lettera nella quale esse vengono sollecitate a fornire al Comune le indicazioni previste, nelle quali le banche avrebbero dovuto garantire al Comune la effettuazione di operazioni di swap a condizioni di mercato comparabili e complessivamente convenienti per il comune stesso. In caso contrario Porta minacciò le banche di non affidare loro l'operazione di effettuazione dello swap e di indire una gara apposita. Il giorno successivo le banche Arragners inviano a loro volta una lettere al Comune nella quale garantiscono all'Ente che l'operazione di swap avverrà a condizioni di mercato e che la struttura complessiva della stessa (comprensiva del collocamento del bond) rispetterà la convenienza economico finanziaria prevista dalla legge e richiesta dal comune. Successivamente il 24 giugno 2005 (data in cui viene fissato il pricing del bond a Londra e contemporaneamente la struttura dell'IRS) le quattro banche arrangers inviano al comune la lettera confermativa in cui vengono fissati i termini e le condizioni del Bond e dello swap. Il 27 giugno 2005 viene firmato l'ISDA Master Agreement tra le quattro banche e il Comune e cioè la Confirmation della proposta contrattuale precedente. In sintesi, tra il 24 (data del pricing del bond) e il 27 giugno 2005 (data della stipula formale del contratto tra le banche e il Comune), il Comune di Milano procede all'emissione di un bond conglobante e ristrutturativo dei mutui gravanti sul bilancio per una somma complessiva di circa 1 miliardo e 700 milioni di euro, sottoscrivendo contemporaneamente con le banche quattro contratti di swap di tasso di interesse con ammortamento e collar. La struttura di tale prima operazione (che poi sarà uguale in tutte le numerose ristrutturazioni successive, con l'eccezione di quella con Deutsche Bank del 26 maggio 2006) è la seguente:

- Il comune riceve dalle banche il pagamento di un tasso fisso calcolato su un nominale pari a quello dell' emissione obbligazionario, e identico all cedola dell'emissione obbligazionaria stessa;
- Il comune paga alle banche un tasso variabile indicizzato all'Euribor + un eventuale differenziale o spread, calcolato su un nominale decrescente nel tempo, secondo una predefinita scheda di ammortamento;
- I pagamenti del Comune sono soggetti a un "Collar" e cioè sono limitati superiormente tramite l'acquisto di un "Cap" di tasso di interesse e inferiormente tramite la vendita di un "Floor" di tasso di interesse;
- Il comune, insieme ai pagamenti di un tasso variabile consegna alle banche le quote di capitale indicate nella scheda di ammortamento e su queste non riceve alcuna remunerazione;
- Alla scadenza prevista le banche restituiranno al comune le suddette quote di capitale accumulate nel corso della vita dell swap e il Comune estinguerà il prestito obbligazionario.

A questo punto il Comune e le banche arrangers improvvisamente ricordano (ad opera naturalmente dei funzionari e dei consulenti giuridici) l'esistenza del famoso derivato Unicredit, come si è detto, gravava su una consistente parte dei mutui ristrutturati. L'esistenza di tale derivato era ben nota non solo al comune (che ne fa esplicito riferimento nella lettera di invito alle banche e nella delibera della Giunta Comunale del 3 maggio 2005) ma anche alle banche (in particolare JP Morgan che lo individua come costo di chiusura quantificandone il valore di mercato in circa 100 milioni di euro) che avevano ricevuto l'incarico non solo di valutare il peso dei mutui gravanti sul bilancio comunale ma anche quello della "eventuale ristrutturazione dello swap in essere". In ogni caso, tra la

fine di luglio e l'inizio di settembre del 2005, il comune decide di ristrutturare il derivato con Unicredit spacchettando in tre porzioni il valore negativo che lo stesso avrà all'atto di estinzione: venti milioni di euro vengono pagati dal comune a Unicredit con le riserve accantonate a tal fine dal comune medesimo, 48 milioni di euro vengono acquisiti e spalmati sulla struttura dei contratti di swap in essere con le banche Arrangers, i restanti 28 milioni di euro vengono rinegoziati con Unicredit e saranno poi acquisiti nel 2006 da Deutsche Bank mediante la modifica del contratto di swap in essere. Questa vicenda viene descritta specificamente nella Delibera della Giunta Comunale del 26 luglio 2005 e successivamente applicata con Determina Dirigenziale dell'8 settembre 2005 e con le contestuali modifiche dei contratti di swap in essere con le banche Arrangers (unica differenza temporale è la modifica con UBS del 20 ottobre 2005). Tra il 2006 e il 2007 il Comune ristrutturerà più volte con le banche Arrangers i contratti di derivato in essere: l'ultima operazione condotta tra il Comune e le banche è del 10 ottobre 2007 nella quale il Comune stesso, mediante l'acquisto di un CDS vende protezione alle banche acquirenti in ordine a eventi di default della Repubblica Italiana ricevendo una somma in contanti pari a 14 milioni di euro con conseguente modifica delle condizioni contrattuali dell'IRS.

Tutte le operazioni fin qui descritte hanno costituito per il PM di Milano una articolata e continuata truffa che le quattro banche Arrangers, tramite i loro funzionari, hanno consumato nel periodo indicato ai danni dell'Ente territoriale Comune di Milano. In relazione a tale prospettiva il PM ha prima chiesto ed ottenuto il rinvio a giudizio degli imputati e la condanna quantomeno nei confronti dei funzionari delle 4 banche arrangers che hanno partecipato alle trattative con il Comune. Ha inoltre chiesto il proscioglimento dei dirigenti

comunali (Mauri e Porta) inizialmente coinvolti come concorrenti nella commissione dei reati contestati. In particolare, per il Porta, si era individuata una funzione di organizzazione e controllo della intera operazione, dato il ruolo di Dirigente Generale del Comune; mentre per il Mauri, esperto finanziario nominato dall'allora sindaco Albertini, una partecipazione alla commissione tecnica Comunale che era presente al pricing di Londra del 24 giugno 2005, con funzioni di controllo della correttezza dell'intera operazione.

E' quindi evidente che il PM ha inizialmente richiesto l'incriminazione dei soggetti in questione a motivo del mancato controllo che essi avrebbero dovuto effettuare e che, in ipotesi di accusa, non hanno dolosamente effettuato; ne ha, successivamente, chiesto il proscioglimento non ritenendosi provata l'ipotesi dolosa in parola, e dovendosi quindi ritenere che gli stessi, pur non avendo controllato, lo abbiano fatto per mera colpa e non con partecipazione dolosa.

In sintesi, il PM ha ritenuto che il Comune di Milano (intendendosi per l'Ente in parola il Consiglio Comunale e la Giunta dello stesso) sia tratto in inganno da parte dei funzionari delle quattro banche Arrangers citate, inganno (o errore) consistito nel far credere ai funzionari comunali ed all'ente stesso che l'operazione di ristrutturazione dei mutui gravanti sul bilancio comunale e la loro rinegoziazione mediante l'emissione del bond trentennale in uno con l'operazione di swap ad esso collegata, fosse possibile e lecita ai sensi dell'art. 41 Legge 448/01, in quanto riduttiva del valore finanziario della passività totali gravanti sul bilancio comunale. Tale possibilità e liceità sarebbe derivata dall'esistenza di una convenienza economia/finanziaria dell'operazione consistente in circa 57 milioni di euro complessivi, convenienza garantita per tutta la durata dell'operazione trentennale; questa circostanza (sempre secondo l'accusa) non sarebbe stata invece sussistente (e quindi sarebbe stata

falsamente certificata), atteso sia l'omissione dolosa (sempre da parte dei funzionari delle banche arrangers) della comunicazione dell'esistenza di una consistente quota di profitti occulti (circa 52 milioni di euro) realizzati dalle banche stesse all'esito della operazione in questione, sia l'ulteriore omissione della considerazione (nel calcolo delle passività totali) del valore negativo di mercato del derivato Unicredit (96 milioni di euro), gravante su una consistente parte dei mutui estinti (circa 739 milioni di euro). Infine tale comportamento da parte dei funzionari delle banche, sarebbe stato compiuto in aperta violazione della legge inglese regolante la materia (FSA), spogliando dolosamente il Comune delle protezioni che il ruolo di "intermediate custode" gli garantiva nella trattativa con una controparte di mercato. In questo modo le banche avrebbero conseguito un ingiusto profitto pari ai costi impliciti derivanti dalle operazioni effettuate, con pari danno per il Comune di Milano.

6.1.1 SENTENZA: PERSONE FISICHE

Per quanto concerne la sentenza relative alla persone fisiche, le richieste del PM sono state ritenute, in massima pare accogli bili. Tutti gli imputati che hanno partecipato alle trattative tra il Comune di Milano e le banche arrangers (per quel che riguarda sia l'operazione iniziale che le seguenti ristrutturazioni della stessa) e per il fatto di essere la "longa manus" degli istituti creditizi all'interno del Comune, hanno certamente una evidente responsabilità in ordine ai reati contestati. La partecipazione alla trattativa, e prima ancora le proposte ristrutturative del debito comunale, l'effettuazione dei calcoli di convenienza economica ai sensi dell'art.41 della legge 448/01, la presenza a Londra al momento del pricing finale, in alcuni casi la firma apposta sui contratti ISDA Master agreements del 27 giugno del 2005, costituiscono elementi probatori di

peso in equivoco che non lasciano spazio a dubbi sulla consapevole partecipazione ai reati contestati. Sotto questo profilo non vi è stato dubbio sulla responsabilità delle “persone” che hanno trattato per le banche con il Comune di Milano e che hanno reso possibile l’effettuazione delle operazioni indicate ai capi di imputazione. Non è stato ritenuto potervi essere dubbio sulla “consapevolezza” della loro partecipazione, anche in termini di dolo: gli stessi conoscevano certamente l’esistenza dei profitti occulti degli istituti di riferimento, non li hanno comunicati alla controparte contrattuale, hanno garantito il Comune sulla Convenienza economica delle operazioni che si stava intraprendendo e che si sono poi effettuate. E’ stato sottolineato che si è trattato di un dolo particolarmente maligno e di una serie di reati compiuti da criminali incalliti: è stato abbastanza evidente che i vari funzionari delle banche arrangers hanno fatto quello che hanno fatto per una sorta di coazione a ripetere a cui non hanno saputo o voluto sottrarsi; nel periodo storico di riferimento, sebbene già vi fossero nelle menti più accorte segnali di allarme per i comportamenti “disinvolti” di molti istituti creditizi nella gestione dei prodotti finanziari sofisticati (quali gli IRS con collar), tali comportamenti erano all’ ordine del giorno, e, in un certo senso, costituivano una parte importante della “mission” che le banche perseguivano con assoluta determinazione: e cioè perseguire una volontà di profitti, finanziariamente inteso, senza troppo preoccuparsi delle ricadute “giuridiche” o sociali di tali comportamenti. Si è trattato di volontà, va detto, più che legittima, entro certi limiti, essendo le banche società di diritto privato che hanno come scopo sociale anche e soprattutto la creazione e divisione di utili (e cioè con scopo di lucro). E’ stato comunque evidente (specialmente giudicando i fatti ex post) che i funzionari bancari che hanno operato in simili condizioni storiche ed economiche, lo hanno

fatto in quanto, in qualche modo, “indotti” dal clima complessivo che essi respiravano: guai a lasciarsi fuggire un cliente importante come il Comune di Milano, guai a non far parte della più grossa emissione di bond in Europa di tutti i tempi, e, quindi, guai a non gestire in modo piuttosto disinvolto i calcoli di convenienza, gli swap inevitabilmente connessi all’emissione del bond e quant’altro offriva il mercato in quel periodo storico ed in quelle condizioni economiche. Quindi le persone in questione sono state giudicate aver sicuramente commesso i reati loro contestati, ma lo hanno fatto quasi “per dovere”, inserite in una sorta di coazione professione a cui non hanno comunque avuto la forza di sottrarsi. Per questo a tutti gli imputati ritenuti colpevoli il è stato stabilito di dover concedere le circostanze attenuanti generiche, da ritenersi con giudizio di equivalenza alla aggravanti contestate, atteso il clima complessivo in cui gli stessi hanno operato.

Non c’è stato dubbio sulla responsabilità penale di altri imputati (Molvetti, Arosio, Marrone, Stassano, Foti), ritenuti i “superiori” responsabili dei quattro “sellers” già indicati, ne hanno condiviso le scelte, erano presenti a Londra al momento del pricing, hanno anche firmato per le rispettive banche gli ISDA master agreements del 27 giugno 2005. Agli stessi, tuttavia, non può essere stata addebitata la responsabilità in ordine agli altri capi di imputazione contestati riguardanti alcune delle ristrutturazioni successive al settembre del 2005: nessun elemento certo della loro continuità gestionale nella vicenda in questione è emersa dagli atti processuali, e tale non può essere stata considerata le generiche dichiarazione testimoniale per cui le persone in questione erano i “superiori”, e quindi essi sono stati assolti per non aver commesso il fatto.

Mauri e Porta sono stati elementi importanti nella struttura funzionale del Comune di Milano che ha gestito questo vicenda, avendo rivestito il Porta la funzione di Direttore Generale, ed il Mauri la rilevante funzione di esperto della commissione tecnica comunale preposta alla valutazione delle condizioni finali del prestito obbligazionario emesso dal Comune di Milano nel giugno del 2005. Il Porta non solo è stato il principale motore di tutta la vicenda pre e post contrattuale che ha visto la partecipazione delle banche arrangers nel maggio/giugno del 2005, ma ha poi controllato ed organizzato tutta la vicenda, fino al momento del pricing a Londra, operazione a cui ha partecipato come componente della commissione tecnica: in breve egli è stato una pedina determinante di tutta la partita giocata tra il Comune e le Banche, tenendo sempre le redini quantomeno del discorso organizzativo. E' ben vero che il Porta, per esperienze professionali pregresse e per formazione culturale, non era sicuramente una persona da potersi considerare esperta di tecnica finanziaria o di economia: ma è altrettante vera che a lui erano indirizzate le proposte ristrutturative del debito comunale prima ancora che si palesasse alla vista la gara per la selezione delle banche arrangers., e che è stato lui a scrivere alle banche la lettera del 22 giugno del 2005, nella quale minacciava le banche stesse di ricorrere ad una nuova gara per lo swap se non avessero fatto pervenire al Comune le indicazioni di tasso per lo swap medesimo. Insomma, la posizione del Porta è stata una posizione difficile da decifrare e, conseguentemente, da decidere. Due erano le ipotesi: o Giorgio Porta è stato uno dei "cavalli di troia" che le banche avevano all'interno del comune di Milano e che ha reso possibile la perpretazione dei fatti reato, oppure è stata la sua totale insipienza, la sua fretta di concludere, la sua ignoranza colposa a causare comunque la definitiva sconfitta finanziaria del comune che dirigeva.

Nel primo caso egli sarebbe responsabile, in concorso con gli altri imputati, dei reati commessi, ed è stata questa la prima scelta operativa in termini contestativi del PM, che tuttavia di questa opzione non ha ritenuto aver trovato piena prova negli atti processuali. Pur in presenza di rilevanti dubbi in merito, è stato concluso che la presenza di elementi sufficienti ad incardinare la prova di responsabilità per Porta: egli, tuttavia, verrà prosciolto non per non aver commesso il fatto (avendo i suoi comportamenti, a questo punto colposi, contribuito in modo rilevante alla causazione del fatto/reato), ma perché il fatto non costituisce reato per mancanza dell'elemento soggettivo richiesto (il dolo) essendo presente solo l'elemento colposo.

Discorso molto simile è stato fatto anche per il Mauri: egli è arrivato sulla scena in fase ormai finale, e ha costituito, per cosi dire, la ciliegina sulla torta della superficialità con cui il Comune di Milano ha complessivamente gestito l'operazione. Tuttavia, in qualità di esperto direttamente nominato dal Sindaco pro tempore Albertini, egli avrebbe avuto la possibilità di accorgersi della approssimazione con cui le cose erano state gestite ed avrebbe potuto tentare un intervento assai più confacente alla sua professionalità ed alle esigenze che egli era stato chiamato a gestire; invece si accontenta della battuta detta al momento del pricing in presenza telefonica di Arosio ("guardate ce le banche ci guadagnano in queste situazioni"), battuta che rileva o una evidente volontà di precostituzione di alibi, ovvero una ingenuità contrattuale che rasenta la incompetenza. In ogni caso, anche la sua posizione è stata mandata assolta per carenza dell'elemento soggettivo, essendo indubitabile che una partecipazione è stata, colposamente quantomeno, condotta dallo stesso.

Il giudice ha poi rilevato, prima di affrontare il calcolo quantitativo della pena da infliggere, che non è riuscito a comprendere la scelta della procura di limitare la

imputazione di responsabilità soltanto alle persone citate, in quanto agli atti del processo esistevano numerose evidenze documentali che inducono a ritenere che ai fatti in causa avessero partecipato sicuramente perlomeno i “managing directors”, i “legal-counsel”, i “Vice President”, degli Istituti che hanno firmato i contratti che dal giugno del 2005 all’ottobre del 2007 hanno caratterizzato la vicenda. Certamente vi è la possibilità che queste persone non fossero a conoscenza completa di tutto l’iter contrattuale e precontrattuale, ma è altrettanto certo che solo il processo avrebbe potuto evidenziare e fare capire questo aspetto fino in fondo.

Il calcolo della pena per gli imputati ritenuti colpevoli è stato semplice: dette le attenuanti generiche (da ritenersi equivalenti alle aggravanti contestate e ritenute sussistenti), partendo dalla pena base di mesi 6 di reclusione e 50 € di multa per ciascun imputato, sono stati aggiunti 15 giorni di reclusione e 10 € di multa per ciascuno dei reati contestati.

6.1.2 SENTENZA: COMUNE DI MILANO

La cooperazione colposa che il Comune di Milano ha effettuato nella vicenda contrattuale in questione non è stata sottovalutata. Si sono già evidenziate ed esaminate le ragioni storiche ed economiche che hanno indotto gli allora amministratori dell’ente locale ad affrontare il percorso di affidamento gara e di conseguente trattativa con le banche arrangers per la strutturazione del bond e, poi, dello swap allo stesso collegato, e si è già posta in evidenza la “fretta” con la quale i contraenti si sono dovuti confrontare nel corso della vicenda in questione, al fine di poter concludere il percorso iniziato entro e non oltre la fine di giugno del 2005 per poter “risparmiare” gli oltre 100 milioni di euro di interessi che, in caso contrario, il Comune avrebbe dovuto pagare alle banche creditrici,

con tutte le conseguenze in termini di bilancio ed elettorali. E' evidente notare che di tale "fretta" si è giovato il gruppo delle banche arrangers, il quale ha potuto strutturare un prodotto finanziario in modo tale da evitare qualsiasi controllo effettivo, da parte dell'altro contraente, sul valore finanziario dello stesso, sui suoi costi, occulti o meno che fossero, sulla convenienza dell'intera operazione. Ma è altrettanto evidente che tale "fretta" sia pesata in modo assai rilevante anche sull'operatività dei funzionari comunali che si sono occupati dell'intera operazione e che, in un certo senso, hanno dovuto fare salti mortali per chiudere in tempo tutta la vicenda iniziata. Non è stato rilevato alcun dubbio probatorio, perlomeno agli atti del processo, che il famoso calcolo di convenienza economico/finanziaria, ex art. 41 L. 448/01, sia stato fatto esclusivamente dalla banche arrangers, in più riprese e fino alla stipula dei contratti di swap, senza che di tale calcolo i funzionari comunali addetti all'operazione abbiano mai controllato la correttezza e la conformità alle norme di legge. Va peraltro rilevato che quand'anche tale controllo fosse stato effettuato (per esempio un controllo formale sui mutui oggetto di ristrutturazione e sulla concreta possibilità di inserirli nella fase di emissione del nond), esso non avrebbe mai potuto essere un controllo concreto e reale sui costi complessivi e sulla convenienza effettiva dell'intera operazione. Si conferma anche qui che quantomeno dei costi impliciti della prima e della seconda operazione non vi sia stata alcuna comunicazione da parte dei funzionari delle banche arrangers: quindi non si è visto come i funzionari comunali (ammesso e non concesso che fossero a conoscenza e praticassero con buona esperienza i concetti di valore finanziario, valore di mercato, mark to market, fair value) potessero rendersi conto della sconvenienza economica dell'operazione che si accingevano ad intraprende. Non vi è alcun elemento che possa far sospettare

che all'interno del comune di Milano sia stato fatto un calcolo di convenienza economica diverso da quello che le banche arrangers avevano fornito. In questo senso va anche affermato con ragionevole chiarezza che la norma in questione richiede all'ente locale l'effettuazione di un calcolo di convenienza economico/finanziaria (ai fini del contenimento del debito complessivo comunale), ma non esclude che tale calcolo sia stato effettuato, per conto del Comune, da consulenti esterni che, nel caso, erano stati certamente individuati nelle banche arrangers. Va inoltre sottolineato il ruolo di formale (o finta) copertura che ha avuto il Comitato Comunale, che nulla ha controllato e ha fatto per tenere fede alla sua fama e al suo incarico. In sintesi, dopo un analisi fatta con occhi esterni e freddamente storici riguardo al complesso delle attività e delle esperienze che il Comune ha messo in campo nella vicenda, si è rimasti piuttosto sconcertati e perplessi: un Direttore Generale che spinge a fare in fretta (su input di parte politica) perché altrimenti il bilancio comunale avrebbe avuto un buco non facilmente giustificabile di fronte agli elettori che avrebbero dovuto, di lì a poco, giudicare l'operato della Giunta e del Consiglio con nuove elezioni; un gruppo di lavoro all'interno degli uffici comunali che non può permettersi abbonamenti a siti finanziari specializzati (come ad esempio Bloomberg) per verificare se i numeri forniti dalle banche fossero o meno corretti; un direttore centrale delle finanze (Elfo Butti) che non parla inglese e che è costretto a valutare, a Londra, la correttezza economica e finanziaria dell'operazione e a firmare contratti in lingua inglese (ISDA Master Agreements); un esperto finanziario nominato direttamente dal Sindaco Albertini due sere prima che a Londra si effettui il pricing dell'intera operazione e che, una volta trovatosi a Londra, si limita a fare battute sul fatto che le banche ci guadagnino (nella operazione stessa) al fine di contenere (a suo dire)

i costi dell'operazione. In questo clima ed in questa drammatica situazione complessiva, è stato sottolineato però il ruolo avuto dall'unica persona qualificabile come "esperta" per il Comune di Milano, ossia la D.ssa Angela Casiraghi, che, per conto del Porta e del suo referente politico l'assessore al bilancio Talamona, ha gestito la totalità delle operazione effettuate con le banche arrangers dal maggio 2005 all'ottobre 2007. La Casiraghi, che aveva già maturato una buona esperienza professionale nel campo bilanci stico/economico per il Comune negli anni pregressi, gestendo anche operazioni non semplici di natura finanziaria, era certamente in grado di capire cosa il Comune stesse facendo con le banche arrangers e che tipo di rischi potesse affrontare. E' stato comunque rilevato che la stessa Casiraghi (con ogni probabilità in buona fede) si è certamente fidata delle comunicazioni che le arrivavano dalle banche, in particolare dalla sua amica e conoscente Antonia Creanza, e che non ha avuto la disponibilità mentale e materiale di controllare se gli input finanziari che le arrivavano fossero o meno completi ed esaurienti. In ogni caso è stato escluso che la stessa sapesse dei costi impliciti e che, quindi, potesse controllare la effettiva sussistenza della convenienza economico finanziaria per il Comune della operazione che si stava effettuando. Non è invece stato escluso che, per quanto attiene ai costi del derivato UBI, la stessa Casiraghi abbia in qualche modo partecipato" all'accantonamento contrattuale ed economico che dello stesso hanno fatto concordemente i funzionari delle banche arrangers, per poi ricordarsene la presenza solo a prima operazione concluso. Qualora la Casiraghi, comunque, avesse partecipato alla "silenzia tura" del costo UBI, è stato ritenuto che tale compartecipazione (eventuale) non avesse spostato in modo rilevante la valutazione del comportamento dei funzionari delle banche arrangers. Quand'anche la Casiraghi avesse potuto

essere un “cavallo di troia” delle banche all’interno del Comune, va ricordato che la truffa è stata effettuata ai danni dell’ente Comune di Milano, ente inteso come Consiglio Comunale e Giunta, e non ai danni di Casiraghi Angela o di chiunque abbia partecipato alle trattative. In ogni caso il comportamento complessivo della Casiraghi è stato considerato, al più, un comportamento gravemente colposo, dato che lei, a differenza di Mauri (che è arrivato a cose fatte) o di Porta (che nulla capiva di finanza) aveva, invece, tutte le capacità ed il tempo per capire cosa effettivamente stesse succedendo: se non lo ha fatto è stato, si è ritenuto, perché si è fidata troppo o perché ha voluto compiacere la parte politica di riferimento, facendo in modo che le cose andassero in porto nei tempi stabiliti senza indagare più di tanto sulle conseguenze.

6.1.3 SENTENZA: ENTI

Nei capi di imputazione G, H, I, L, è stata contestata nei confronti delle società di appartenenza delle persone fisiche imputate, la responsabilità amministrativa di cui agli art. 5 co. 1, lettera A, 21 e 24 D.L. 231/2001 in relazione ai reati di truffa aggravata comessa, per quanto si è ritenuta, da soggetti aventi funzioni di rappresentanza (in un rapporto di immedesimazione organica, cosi come recitano i capi di imputazione) all’interno delle società bancarie indicate.

Da sottolineare subito è il fatto che il giudice ha ritenuto di aderire all’orientamento che configura tale prospettiva di responsabilità nella natura sostanzialmente penale. Si tratta di responsabilità che poggia sul presupposto giuridico della sussistenza di un fatto di reato. Particolare importanza è quindi stata attribuita alla nozione di “dipendenza” formulata dal detto D.L., al fine di legare con sequenzialmente la responsabilità degli enti al presupposto della responsabilità penale dei soggetti. Gli imputati di cui è stata ritenuta la

responsabilità penale erano o rappresentati dotati di significativa autonomia nelle società di riferimento all'epoca dei fatto (Marrone, Stassano, Foti) oppure incardinati in modo stabilmente subordinato all'interno della società; in entrambi i casi essi hanno agito in funzione della carica e della professione svolta. Inoltre, tale condotta è risultata tendente al fine strategico e programmatico di sviluppare la presenza delle società di riferimento nel mercato italiano e di incrementare il fatturato.

Va quindi ricordato quanto chiarito dalla Cassazione Sez. 2 n. 3615 del 20.12.2005:

"in tema di responsabilità da reato delle persone giuridiche e delle società, l'espressione normativa, con cui se ne individua il presupposto nella commissione dei reati "nel suo interesse o a su o vantaggio", non contiene un'endiadi, perché i termini hanno riguardo a concetti giuridicamente diversi, potendosi distinguere un interesse "a monte", per effetto di un indebito arricchimento, prefigurato e magari non realizzato, in conseguenza dell'illecito, da un vantaggio obbiettivamente conseguito con la commissione del reato, seppure non prospettato "ex ante", sicché l'interesse ed il vantaggio sono in concorso reale".

Tutto ciò è stato sicuramente riconducibili alla nostra vicenda, data l'espressa volontà di espansione delle società bancarie nel mercato dell'intermediazione finanziaria, nonché l'effettivo incremento di fatturato conseguente alle condotte qui ritenute sussistenti. Va inoltre ribadito il fatto che gli imputati persone fisiche si sono, in qualche modo, sentiti "costretti" ad agire nell'interesse patrimoniale dell'ente al fine di contribuire in modo rilevante alla formazione dei profitti conseguenti alle operazioni prospettate e poi concluse. E' stata giudicata sensata e più che veritiera l'affermazione formulata dal PM di immedesimazione

organica che ha legato gli imputati alle banche: immedesimazione che è andata al di là del mero dato formale, avendo costituito un presupposto logico della condotta ed una sua conseguenza ineliminabile; sono quindi state ricomprese le condotte delittuose ascritte ai dipendenti in un più generale contesto di una omogenea e condivisa politica di impresa, non frutto di autonome determinazioni, la cui realizzazione è stata resa possibile dalla violazione degli obblighi di direzione e vigilanza, e dall'esecuzione di precise direttive dirigenziali. Nel momento in cui, infatti, tutti i contratti firmati nella vicenda in questione (e in particolare i primi del 27 giugno 2005, l'ISDA Master Agreeements) sono stati controfirmati dai principali rappresentanti degli Istituti bancari in questione (cosi come tutti quelli successivi), appare irrealistico pensare che non vi sia stata una politica di assoluto condivisione e copertura aziendale di quanto evidenziato nei documenti medesimi. Tra l'altro è stata affermato con assoluta certezza che i contratti in questione, per la loro rilevanza ed i valori economici indicati, hanno sicuramente avuto l'avallo da parte dei massimi dirigenti della società in questione, vista la rigida gerarchizzazione esistente negli istituti bancari e la conseguente deresponsabilizzazione funzionale dei funzionari concretamente operativi. E'importante sottolineare che i soggetti imputati sono dipendenti delle società medesime (e quindi sottoposti all'altrui direzione e/o vigilanza) e non hanno agito violando le regole comportamentali o aggirando i presidi di controllo apprestati dalle rispettive società, ma in evidente esecuzione delle direttive ricevute, pienamente condivise e volontariamente realizzate. Le loro condotte, in piena aderenza agli input forniti dai vertici preposti alla loro vigilanza e controllo, si sono sicuramente uniformate alle istruzioni ed alla prassi aziendale allora vigenti; si iscrivono nella complessiva strategia imprenditoriale concretamente assunta e

quindi, nel caso in questione, è la persona giuridica attraverso i suoi organi e nella pienezza della immedesimazione con gli stessi, che risulta, in un certo senso, ispiratrice e complice dei comportamenti delittuosi tenuti e dunque responsabile di fatti che non si sono volute vedere nella loro antigiuridicità e che, anzi, si è voluto compiere con assoluta consapevolezza e volontà.

Le banche in esame (ed in particolare UBS) sono società di diritto straniero, ma non vi è stato dubbio circa l'applicabilità alle stesse della normativa italiana. In particolare il giudice ha ritenuto che "è quasi ovvio rilevare che sia le persone fisiche che le persone giuridiche straniere nel momento in cui operano in Italia (anche eventualmente, come nel caso in esame, tramite un'associazione temporanea d'impresa) hanno semplicemente il dovere di osservare e rispettare la legge indipendentemente dall'esistenza o meno nel Paese di appartenenza di norme che regolino in modo analogo la medesima materia […] Un paragone quasi banale ma assai esplicativo può fare riferimento alle norme in tema di circolazione stradale. E'possibile in via di ipotesi, che le norme tedesche o quelle di qualsiasi altro Paese prevedano che le autovetture immatricolate e circolanti in tale pese abbiano l'obbligo di essere munite di cinture di sicurezza ma ciò ovviamente non toglie che tali autovetture, per accedere alle strade italiane, abbiano l'obbligo di munirsi di tali dispositivi. Vale, sotto il profilo antinfortunistico e con riferimento a qualsiasi norma che abbia una funzione preventiva suscettibili, se non adottata, di conseguenze in termini di responsabilità, della regola della "lex loci". In sostanza, quando un ente opera in Italia è tenuto ad osservare le leggi italiane, cosi come qualsiasi persona fisica che agisca sul medesimo territorio. Nel momento, quindi, in cui UBS ha deciso di operare sul territorio italiano, si è assunta la responsabilità per i fatti di reato commessi in Italia dai suoi esponenti o dipendenti.

Riguardo al quadro sanzionatorio, è stato ritenuto che non si siano verificate le condizioni per l'applicazione di sanzioni interdittive, dato che per la loro comminazione, è necessario che le condotte siano penalmente rilevanti e avessero comportato per la società un profitto di rilevante entità.

Si riportano in seguito i profitti nella vicenda in questione, calcolati dal perito d'ufficio praticamente al centesimo:

	DEPFA	DEUTSCHE BANK	JP MORGAN	UBS
1° operazione	12.021.114	12.178.825	12.951.304	10.383.641
2° operazione	2.855.560	2.855.560	2.855.560	
3° operazione	/	/	/	2.836.994
4° operazione	2.694.348	/	2.694.348	/
5° operazione	/	5.943.813	/	/
6° operazione	1.916.330	/	1.916.330	/
7° operazione	1.275.691	/	1.275.691	/
8°operazione	3.197.390	3.364.035	3.065068	3.364.035
TOTALE	23.960.433	24.342.232	24.758.301	16.584.669

I valori totali finali sono quelli relativi ai profitti netti delle stesse, depurati delle spese sostenute.

E' stato ritenuto che i valori indicati non possano essere ritenuti di rilevante entità, considerato che, nonostante il dato quantitativo non banale, essi costituiscono una parte molto limitata dei profitti annuali degli istituti credito considerati.

Perciò il Giudice ha deciso di comminare la sola sanzione pecuniaria. Al fine di garantire non soltanto l'efficacia della sanzione ma anche la su effettività, è

stata considerata l'indubbia capacità di disporre di strumenti di motivazione economica di queste banche, non tipica della piccola impresa del settore di riferimento, trattandosi di aziende qualificabili come multinazionali del settore di riferimento, in grado di utilizzare sistemi rilevanti di investimento al fine di garantire il proprio sviluppo di mercato.

Tenuto quindi conto del grado di capacità economica delle società, si è deciso di comminare una sanzione pari a un numero di quote di 1000, ciascuna di valore di 1.000 €, da cui facilmente si può eseguire il calcolo in 1.000.000 € complessivi. Tale somma è stata calcolata attraverso la doppia commisurazione disciplinata dall'art. 11 del D. Lgs. n. 231/2001. Secondo tale disposizione, il giudice deve prima determinare il numero delle quote scegliendo tra il massimo ed il minimo edittale11 in ragione della gravità del fatto, del grado della responsabilità dell'ente nonché dell'attività svolta per eliminare o attenuare le conseguenze dell'illecito e per prevenire la commissione di ulteriori illeciti, e poi stabilire l'importo di ciascuna quota12 sulla base delle condizioni economiche e patrimoniali dell'ente stesso ed allo scopo di assicurare l'efficacia della sanzione. A carico degli enti è stata, inoltre, disposta la confisca del profitto del reato, così come previsto dagli artt. 6, comma 5 e 19 del D. Lgs. n. 231/2001. Sebbene gli importi definitivamente confiscati risultino inferiori rispetto a quelli oggetto del sequestro preventivo disposto il 23 aprile 200913, si tratta comunque di somme che, complessivamente considerate, ammontano alla ragguardevole cifra di circa € 90 milioni14 e che rappresentano dunque la vera "pena" a carico degli istituti di credito. Nessuna pronuncia riguarda invece la parte maggiormente danneggiata, ovvero il Comune di Milano. A quanto reso noto dalla stampa, infatti, l'ente e le quattro banche coinvolte nelle operazioni

finanziarie hanno regolato la questione prima della sentenza ed a mezzo di un accordo transattivo[36].

6.2 PIEMONTE – TAR SENTENZA n.343/2013

Con la sentenza n. 343/2013 il TAR Piemonte affronta numerose questioni attinenti alla attualissima tematica dell'autotutela decisa dagli enti locali in materia di contratti derivati, addivenendo ad alcune conclusioni molto forti che meritano alcune note di commento.

La sentenza si riferisce alla vicenda del Comune di Omegna. Questo ente aveva stipulato e rimodulato, in un arco temporale di tre anni a partire dal 2003, quattro operazioni swap per la copertura di rischi connessi ai mutui in essere con la Cassa Depositi e Prestiti. Le operazioni in derivati erano state sottoscritte sulla base di decisioni assunte esclusivamente dalla giunta comunale e senza esperimento di un adeguato confronto competitivo tra diversi istituti bancari per la scelta della controparte swap. Muovendo da questi due profili (incompetenza della giunta e mancato esperimento di valida procedura selettiva) nel 2012 il Comune ha deciso di agire in autotutela, annullando gli atti precedentemente assunti per autorizzare la stipula dei contratti, dichiarando conseguentemente caducati (perché privi di effetti ex tunc) i contratti stessi. Oltre a questi due profili il Comune ha addotto ulteriori ragioni a supporto della propria decisione di autotutela, segnatamente invocando l'omissione, da parte dell'istituto bancario, degli obblighi informativi pre-contrattuali sanciti dal D.Lgs. 58/98 e dal Regolamento n. 11522 del 1998 (al tempo applicabile) nonché la presenza di condizioni economiche di carattere speculativo contrastanti con le finalità di

[36] I. Fogliata, *Derivati del Comune di Milano: elementi tecnici emergenti dall'esame delle motivazioni della sentenza,* Rivista di Diritto Bancario, 2013

copertura cui deve attenersi l'operatività in derivati degli enti locali. Avverso l'annullamento, la banca controparte swap ha proposto ricorso al TAR Piemonte, che è stato tuttavia respinto sulla scorta di motivazioni che costituiscono un irrinunciabile riferimento giurisprudenziale per le future controversie in materia.

Innanzitutto, il TAR Piemonte chiarisce i confini della giurisdizione amministrativa in una materia non sempre perspicua. E lo fa usando criteri di semplice individuazione: se l'annullamento d'ufficio poggia su vizi (come l'incompetenza o la mancanza di una procedura di evidenza pubblica) del procedimento prodromico alla stipula dei contratti, allora sussiste la giurisdizione del giudice amministrativo. Se invece l'annullamento in autotutela è motivato da vizi attinenti al contratto (quali le condizioni economiche di tipo speculativo o la violazione di obblighi informativi), non può sussistere la giurisdizione del giudice amministrativo, perché in tal caso si tratta più propriamente di un recesso dal contratto (per quanto vestito con l'abito del provvedimento di autotutela). In questo ultimo caso, perciò, la giurisdizione è del giudice ordinario. Sulla scorta di questa distinzione il TAR Piemonte ha trattenuto la giurisdizione e si è concentrato sulla incompetenza della giunta a decidere la stipula di un contratto derivato confermando quanto dedotto dal Comune.

In particolare, poiché i contratti derivati comportano spese che impegnano il bilancio degli esercizi successivi, la competenza spetta esclusivamente al consiglio comunale, secondo l'art. 42 del D.lgs. 267/2000 (il Testo Unico degli Enti Locali). In presenza di detto vizio, a nulla rileva che l'autotutela sia stata esercitata dal Comune ben nove anni dopo la stipula dei contratti a valle delle delibere della giunta annullate. Si tratta di un punto cruciale: anche un termine

di nove anni è ragionevole per esercitare l'autotutela se è stata violata la competenza primaria dell'organo consiliare. Nulli e privi di effetti sono pertanto i contratti che sono stati stipulati ed eseguiti in base alle delibere annullate, con le conseguenze restitutorie che scattano in questi casi.

In termini altrettanto netti il TAR esclude che la banca possa veder tutelato l' affidamento posto sulla validità dei contratti stipulati nove anni addietro. Sul punto la pronuncia desta non poche perplessità, in quanto appare non motivata e non sembra voler considerare che un vizio di incompetenza non può trascinarsi per nove anni senza far sorgere dubbi circa la buona fede della stessa amministrazione nel farlo valere così tardivamente.

Vi è un ultimo aspetto su cui mette conto trattenersi, ovvero l'assenza di una procedura di gara prima della scelta della controparte swap. Il TAR fissa un principio interpretativo assai netto anche in tema di servizi esclusi (come sono i servizi finanziari): per quanto esclusi dall'applicazione delle regole di cui al D. Lgs. 157 del 1995, questo per il TAR Piemonte non significa che l'ente sia esentato dalla conduzione di una procedura comparativa. Né può bastare, sostiene il TAR, aver invitato tre istituti perché il requisito del confronto concorrenziale si possa dire correttamente osservato. Anche tale aspetto desta qualche dubbio. Si badi che la regola dell'invito a cinque per l'aggiudicazione dei servizi finanziari è stata introdotta solo con il successivo art. 27 del D.lgs. 163/2006 (c.d. Codice degli Appalti), non vigendo al tempo della vicenda giudicata alcuna regola scritta sul numero minimo di cinque invitati.

È innegabile che questa sentenza costituisca un formidabile compendio di valide motivazioni per tutti gli enti che intendano addivenire all'annullamento dei contratti derivati che siano stati precedentemente stipulati sulla base di sole delibere di giunta o senza esperimento di previe procedure comparative estese

ad almeno cinque invitati. È altrettanto indubbio, però, che spetta alle controparti private saper elaborare i giusti argomenti ed utilizzare i numerosi rimedi che l'ordinamento appresta proprio per veder tutelato il proprio affidamento sulla persistenza degli effetti della azione amministrativa, tanto più se l'esercizio dell'autotutela avviene molti anni dopo la decisione di annullamento, travolgendo posizioni contrattuali che appaiono vieppiù consolidate[37].

[37] D. Gaudiello, "*TAR Piemonte: nuovi orientamenti sull' autotutela in materia di derivati*", Rivista di diritto bancario, 2013

CONCLUSIONE

Dopo aver cercato di offrire un'analisi precisa e completa riguardo a ogni aspetto relativo a questi strumenti finanziari derivati e come essi influenzino inesorabilmente le dinamiche economico-finanziarie contemporanee, in particolare nel contesto degli Enti Locali, desidero concludere questo lavoro fornendo a chi legge alcune riflessioni personali, che hanno, ad onor del vero, poco a che vedere con i tecnicismi finanziari e con i "garbugli" normativi di cui si è per lo più parlato sinora.

Ritengo che le soluzioni utili per ritrovare la strada maestra siano fondamentalmente due: rispolverare il virtuoso concetto di bene comune, e ricominciare a ragionare su un orizzonte temporale di medio-lungo termine, anziché di breve.

Nel corso della storia è sempre stata percepita la necessità di costruire dei modelli di razionalità umana che tendessero a favorire e a giustificare in maniera teorica l'avvento delle forme e dei modi di produzione dell'economia, fino ad arrivare al capitalismo moderno, riconosciuto quale migliore forma ed espressione di una superiore razionalità dei rapporti sociali di produzione, per dirla con *Karl Marx*. La fine del grande esperimento comunista, ha portato molti a ritenere che il capitalismo fosse la forma economica più razionale della Storia, il migliore dei mondi possibili. L'individualismo, l'obbiettivismo, la sacralizzazione del "libero mercato", sono stati i *leit motiv* del mondo post-moderno, da quando è diventata inesorabile la caduta del comunismo e dell'Unione Sovietica, il cui sforzo prometeico di riuscire a superare il sistema capitalistico e di costruire una società più equa è risultato miseramente un fallimento, non avendo nei suoi calcoli considerato l'esistenza del carattere

genetico del “male” nella natura umana. La ricchezza cresceva e si duplicava, ad un certo punto addirittura si clonava, e gli apologeti dell’innovazione finanziaria sostenevano che si trattasse di un progresso senza precedenti, che avrebbe eliminato persino molti dei problemi dell’umanità; e chi muoveva critiche era solamente etichettato come un nostalgico reazionario. Si stava formando così una gigantesca bolla d’irrazionalità. *Hegel* diceva: “ciò che è razionale è reale, e ciò che reale è razionale”; è abbastanza palese che la finanza derivata aveva ben poco di entrambi questi attributi.

Per i padri dell’economia classica, l’uomo dei rapporti di produzione capitalistici deve saper esprimere una razionalità adeguata ai suoi obbiettivi e al raggiungimento del risultato, al quale sono finalizzati il rapporto di produzione e le istituzioni che ne scaturiscono. Proprio a tal riguardo si riconduce “*The wealth of Nations*”, il trattato di principi generali della condotta umana, elaborato da *Adam Smith* tra il 1759 e il 1790. In quest’opera egli elabora una teoria morale ed offre una disamina, molto precisa ed articolata, dei modi attraverso i quali si può giungere a formare sentimenti morali appropriati e meritevoli di fondare delle società civili. La tesi centrale di Smith è che le relazioni umane ed i rapporti economici siano governati dal “principio di simpatia”, teoria che si trova alla base anche delle relazioni economiche e della cooperazione degli uomini nel contesto sociale. Smith afferma che la “simpatia” è il fondamento della vita morale; gli uomini sono naturalmente ed istintivamente portati a giudicare positivamente le azioni, altrui o proprie, che contribuiscono alla socievolezza reciproca ed a giudicare in maniera negativa quelle azioni che la ostacolano. Si costruisce così, dal punto di vista morale, una sorta di razionalità lineare, che sostanzialmente assume la funzione di legittimare le scelte individuali all’interno del contesto sociale in base al principio dell’utilità attesa dalle conseguenze

delle proprie azioni. Il principio di simpatia porta l'individuo a compiere delle scelte razionali nelle quali, alla base, vi è un armonizzazione tra gli impulsi egoistici e quelli del benessere sociale e collettivo.

David Hume, contemporaneo ed affine ideologicamente a Smith, ne "*La ricerca sui principi della morale*", individua nello spirito di benevolenza il lineamento più importante dell'affezione naturale e del pubblico bene, come qualità che deriva da una "simpatia" per gli altri e da una generosa preoccupazione per il genere umano: "Credo che non esistano qualità più indirizzanti al bene comune della benevolenza, l'umanità, la simpatia, e un naturale sentimento di spirito pubblico e collettivo".

E' quindi chiaro ed evidente che è necessaria, da parte di tutti, una ripresa di coscienza sociale. Per troppo tempo in questi ultimi decenni, il concetto Machiavelliano de "il fine giustifica i mezzi" è stato estremizzato, fino a raggiungere connotati non più sostenibili dalla collettività. La ricerca disperata del guadagno ad ogni costo, in un vortice orientato solo dal concetto medievale di "mors tua, vita mea", sta avendo l'inevitabile e inauspicabile conseguenza di trascinare tutti (o quasi) nel baratro. Lo spazio per un'inversione di rotta c'è, anche se ridotto, ma sarà necessario ribaltare l'attuale trend egoistico: è chiaro che l'efficienza paretiana rappresenta un obbiettivo eccessivamente utopistico, ma se nessuno rinuncia a qualcosa per il bene collettivo, nulla può cambiare in meglio.

Concludo con un pensiero relativo, nello specifico, alla situazione economica degli enti pubblici. Ogni operazione effettuata da qualsiasi ente pubblico, dal Comune alla Regione, fino allo Stato stesso, deve poggiarsi sul principio base del patto intergenerazionale. Le risorse gestite da ogni ente pubblico sono le risorse dei singoli individui, delle famiglie, delle generazioni passate ma

soprattutto delle generazioni future. Quello che, a mio parere, negli ultimi anni si è perso di vista, è un ottica di lungo periodo; ragionare solo su un orizzonte temporale ristretto, strutturando voli finanziari pindarici (come quelli che abbiamo visto riguardo al modo con cui viene utilizzata la finanza derivata) mossi solo da semplicistici dogmi di partitismo politico o di opportunità personali, non è il modo salutare e corretto di operare. Occorrono piani finanziari onesti e lungimiranti, perché tra il principio Hobbesiano di autoconservazione dell'individuo (homo omini lupus) e quello di Lockeiana memoria per cui è il bene collettivo (e intragenerazionale) a venire prima di tutto, deve assolutamente prendere il sopravvento il carattere sociale ed altruistico del secondo.

In definitiva, la soluzione potrebbe essere ricercata nella sintesi logica tra tesi e antitesi insegnata da *Hegel*. La tesi, rappresentata dalle politiche liberistiche esasperate che negli ultimi anni hanno portato i sistemi economico-finanziari moderni a perdere il contatto e la misura con l'economia reale fino quasi al collasso, dovrebbe fare il possibile per svilupparsi ed evolversi, traendo alcuni spunti migliorativi dalla sua antitesi natuale, rappresentata da quel socialismo di stampo Marxiano sconfitto dalla storia, ma senza dubbio promotore di principi di valore come la giustizia sociale e la ricerca di un'equilibrata distribuzione della ricchezza e della risorse; solo un processo cosi estremo, ma anche cosi logico, sensato e razionale, può ridare slancio e linfa a processi economici ormai aridi e freddi, incrementando di conseguenza il benessere collettivo, e limitando le distorsioni economico-sociali che ci hanno trascinato in questa che è senza alcun dubbio la più drammatica crisi finanziaria globale a memoria d'uomo.

BIBLIOGRAFIA

- G. MUSSARI – D. MONTI – A. MICCOLI, *"Gli strumenti della crisi: i Derivati Finanziari. Aspetti giuridici, tecnici e psicologici",* Nuova Giuridica, 2011
- J.C. HULL, *"Options, futures and other derivatives*", Pearson, 2009
- F.C. NASSETTI, *"I contratti derivati di credito: profile civilistici e regolamentari*", Giuffrè, 1998
- P. MANCA, "*Principi di valutazione dei titoli derivati*", Giappichelli, 2005
- R.E. WHALEY, "*Derivatives: markets, valuation and risk management*", Wiley Finance, 2006
- J.C. ROCHET, *"The microeconomics of banking"*, Mit Press, 1997
- E. GERETTO, *"Strumenti e contratti derivati: mercati e caratteristiche*", Forum Edizioni, 2001
- KPMG, "*Guida agli strumenti derivati*", Bancaria Editrice, 2001
- M. ELIA – I. MOLINARI, "*Compendio sui contratti derivati: un faro sugli Interest Rate Swap*", Le Fonti, 2009
- G. RISALITI, "*Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle azienda*", Giuffrè 2008
- V. D'APICE – G. FERRI, *"L'instabilità finanziaria, dalla crisi asiatica ai mutui subprime*", Carocci, 2009
- E. GALIMBERTI, *"Economia e pazzia*", Laterza, 2011

- FINANCIAL INQUIRY COMMISSION, *"Preliminary Staff Report, Reinvestment Act and the Mortgage"*, US Congress
- V. TIELMANN, "*Finanzakrise, analysis and reasons for the subprime crisis*", Verlag, 2009
- V.R. LOWESTEIN, *"When genius failed: the rise and fall of Long Term Management Capital*", Random House, 2000
- N. BORZI, *"La parabola Enron e la crisi di fiducia nei meccanismi finanziari*", Feltrinelli, 2002
- P. MANCA, *"Principi di valutazione dei titoli derivati"*, Giappichelli, 2005
- A. URBANI, "*Le attività delle banche*", CEDAM, 2010
- P. BIFFIS, *"Le operazioni e i servizi bancari*", Giappichelli, 2005
- CAPRIGLIONE, *"L'ordinamento finanziario Italiano*", CEDAM, 2010
- M. ATELLI, "*Gli strumenti derivati negli enti locali*", Il Sole 24 Ore, 2008
- G. MACI, *"I prodotti derivati ed il loro utilizzo negli enti locali*", Edizioni scientifiche Italiane, 2009
- L. NADOTTI, *"I derivati nelle P.A. locali. Origine, dimensione e criticità*", Economia – Ricerche, 2009
- L. VANDELLI, *"Enti locali: crisi economica e trasformazioni del governo locale*", Treccani.it, 2012
- M. ATELLI, "*Presunzione di responsabilità nei derivati degli Enti Locali*", Diritto e pratica amministrativa n. 3, 2010

- S. GAUDENZI, "*Contratti Derivati e responsabilità civile e penale*", Maggiori, 2009
- G.J STIEGLER, "*L'economia dell'informazione*", Mercato e Regolamentazione, 1994
- C.D. MOTTURA, "*Derivati e Enti Locali, commissioni o ipotesi implicite*", Università Roma Tre, 2008
- M.B. MAGRO, "*La Manipolazione di Mercato tra illecito penale ed illecito amministrativo*", Giuffrè, 2007
- G. LA ROCCA, *"La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*", CEDAM , 2011
- L. PELLIZZON, "*La crisi finanziaria 2007 - ?"*, Università Ca' Foscari di Venezia, 2012
- P. FADEL – A. MARANGONI, *"Enti locali e strumenti finanziari derivati: evoluzione normativa"*, Rivista di Diritto Bancario, 2008
- R. CESARI, "*Derivati ed enti locali: verso una convergenza degli aspetti giuridico finanziari"*, Rivista di Diritto Bancario, 2012
- IFA CONSULTING, "*Enti locali e contratti derivati*", ASSOFINANCE, 2012
- "*Le risultanze delle indagini svolte dai servizi ispettivi di finanza pubblica in materia di bilanci negli enti locali – Prospettive e proposte operative*", Ministero dell'Economia e delle Finanze
- *"La finanza territoriale in Italia – Rapporto 2012*", FrancoAngeli

- U. PATRONI GIFFI, *"I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*", Rivista di Diritto Bancario, 2012
- DEUTSCHE BORSE AG, "*The global derivatives market*", NYU paper, 2008
- I. FOGLIATA, "*Derivati del Comune di Milano: elementi tecnici emergent dall'esame delle motivazioni della sentenza*", Rivista di Diritto Bancario, 2013
- D. GAUDIELLO, "*TAR Piemonte: nuovi orientamenti sull'autotutela in materia di derivati*", Rivista di Diritto Bancario, 2013

Alla Mamma ed al Papà,

per la pazienza.