

LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO DEGLI ENTI PUBBLICI ED IL PROBLEMA DEI DERIVATI¹.

1. *Premessa.* - 2. *Ambiguità e contraddizioni del fenomeno dei derivati: la cronaca recente e le prese di posizione del legislatore.* - 3. *Ambiguità e contraddizioni nelle risposte degli economisti.* - 4. *La distinzione tra derivati “buoni” e derivati “tossici” come soluzione della contraddizione.* - 5. *Possibili criteri di distinzione tra derivati di “copertura” e derivati “speculativi”: il criterio tipologico.* - 6. *(segue) il criterio della funzione.* - 7. *Una prima conclusione: i derivati speculativi sono incompatibili con lo statuto della pubblica amministrazione.* - 8. *Derivati speculativi e limiti di ordine pubblico.* - 9. *L’illusione del derivato di copertura e perciò sicuro. I derivati si muovono sempre in scenari probabilistici.* - 10. *Reazioni dell’autonomia privata al carattere probabilistico delle valutazioni che assistono la stipula di un derivato: il rafforzamento degli obblighi di protezione a carico degli intermediari.* - 11. *Reazioni dello statuto della pubblica amministrazione: procedimentalizzazione, regole sul corretto esercizio della discrezionalità, trasparenza.* - 12. *Importabilità delle garanzie di diritto privato e possibile ulteriore rafforzamento degli obblighi di protezione quando l’intermediario tratta con una unsophisticated sovereign counterparty.* - 13. *Conclusioni.*

1. La ristrutturazione del debito pubblico consiste in operazioni che mirano a modificare alcuni parametri del contratto di debito in essere (durata, tipologia di ammortamento, tassi di interesse, parametri di indicizzazione)².

1

¹ Questo studio, in corso di pubblicazione sulla rivista *Diritto della banca e del mercato finanziario*, è la rielaborazione, corredata da note, della relazione presentata al Seminario di studi *Il sogno di Diocleziano e le sue declinazioni moderne alla prova dei fatti*, organizzato dal Dipartimento giuridico dell’Università di Siena in occasione della presentazione del volume di F. MERUSI, *Il sogno di Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Giappichelli, 2014, Siena, 10 aprile 2014.

2

² L’art. 3, comma 1, lett. c) del d.p.r. 30 dicembre 2003, n. 398 dispone che “a fini di ristrutturazione del debito pubblico interno ed estero” il Ministro del Tesoro possa essere autorizzato, per ogni anno finanziario, ad emanare decreti cornice che consentano al Tesoro di procedere “al rimborso anticipato dei titoli, a trasformazioni di scadenze, ad operazioni di scambio nonché a so-

I derivati sono contratti che hanno ad oggetto alcuni elementi di altri contratti (regolamento del prezzo, tasso di interesse, tasso di cambio, scadenza)³.

Se queste definizioni sono esatte, dovremmo dare per scontato che i derivati sono strumenti di cui gli enti pubblici possono disporre per la ristrutturazione contrattuale e per la gestione del loro debito⁴. E, di fronte alla previsione per la quale l'ammontare degli interessi sul debito pubblico raggiungerà nel 2015 la somma di 100 miliardi di euro⁵, dovremmo forse anche convenire che si tratta di strumenti cui il nostro paese non può rinunciare⁶.

Il problema è che i derivati sono circondati da una cattiva fama, per i veri e propri disastri si suppone essi abbiano causato.

stituzione tra diverse tipologie di titoli o altri strumenti previsti dalla prassi dei mercati finanziari internazionali”.

3

® La Circolare n.299/99 definisce i derivati come “contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali valuta, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ed il cui valore economico deriva dal valore del titolo sottostante o da altri elementi di riferimento”.

4

® Vedi F. MERUSI, *Debito pubblico e giudice amministrativo*, in *Dir. proc. amm.*, 2014, 19, il quale ricorda come i derivati sono ampiamente utilizzati in occasione di operazioni di ristrutturazione del debito per coprire l'emittente contro il rischio di un rialzo, oltre un certo limite, del tasso di riferimento impiegato per determinare il rendimento dei titoli.

5

® Cfr. *Come sarà l'Italia nel 2015?*, Il Sole 24 Ore 4 aprile 2013. L'articolo sottolinea come nel 2015 lo Stato italiano si troverà a dover pagare interessi sul debito pubblico per un ammontare maggiore di ventidue miliardi rispetto al 2011, di undici rispetto al 2010 e di cinque rispetto al 2013.

6

® Da diversi anni gli enti pubblici hanno avviato politiche di gestione attiva del debito, attraverso operazioni di ristrutturazione del pregresso. La “gestione attiva” del debito dovrebbe consentire agli enti non solo di non soffrire le conseguenze negative della oscillazione del mercato dei tassi di interesse, ma anche di sfruttarle a proprio vantaggio, vedi PARDI, *Strumenti finanziari derivati ed enti locali: una relazione difficile*, in *Riv. Corte dei Conti*, 6/2009, p. 3 ss..

Questa circostanza impone una estrema cautela ed il titolo della relazione che mi è stata assegnata mi sembra contenga, non esplicitato, un punto interrogativo: gli enti pubblici possono stipulare contratti derivati a fini di ristrutturazione del debito pubblico?

2. La cattiva fama dei derivati sembra trovare conferma in alcuni avvenimenti recenti. Sul fronte giudiziario è del 7 marzo 2014 la notizia dell'assoluzione con formula piena "perché il fatto non sussiste" pronunciata dai giudici della Corte di appello di Milano nel processo simbolo contro quattro banche per la vicenda dei derivati del Comune di Milano⁷.

Nell'ambito di un'operazione di ristrutturazione del debito pregresso, a copertura di una ingente emissione di buoni comunali, l'amministrazione aveva stipulato una serie di derivati, calcolati sulla base dell'andamento dei tassi.

Secondo l'accusa, questi contratti avrebbero presentato uno squilibrio iniziale o un costo implicito ingente⁸, di circa 52 milioni di euro⁹.

Al centro della decisione dei giudici milanesi, è il problema dei costi impliciti. La conclusione della corte di appello di Milano conferma quella già

7

⁷ Nelle more della pubblicazione di questo articolo, è stata depositata la motivazione della sentenza di oltre cinquecento pagine. Vedi Corte di appello di Milano, 3 giugno 2014, n. 1937.

8

⁸ I costi impliciti sono dati dalla differenza tra il *fair value* del prodotto finanziario, comprensivo dei rischi e dei costi sostenuti dalle banche, nonché di un necessario margine di remunerazione del capitale ed il suo valore di mercato, *mark to market*, dato dalle condizioni di mercato rilevabili all'epoca della stipula del contratto quanto a rendimenti e volatilità. Il costo implicito sembra dunque rappresentare il prezzo del prodotto finanziario. Il termine impiegato per indicare il prezzo, presenta indubbiamente una connotazione negativa. La spiegazione è duplice. Da un lato, il costo non è esplicitato nel contratto concluso tra le parti e, in questo senso, è "occulto" e non può essere veramente equiparato al prezzo di una compravendita. Dall'altro, si parte dall'assunto che lo *swap* debba avere un valore iniziale pari, di perfetto equilibrio tra le parti.

9

⁹ La consulenza tecnica espletata nel giudizio di primo grado aveva poi sostenuto che le perdite del Comune fossero state di gran lunga aggravate dalle successive ricontrattazioni dei derivati, che avevano prodotto esposizioni finanziarie progressivamente crescenti.

raggiunta dal Consiglio di Stato, nella analoga vicenda che ha riguardato la provincia di Pisa:¹⁰ i costi impliciti sono ineliminabili in quanto rappresentano la remunerazione, il margine di profitto, dell'operazione finanziaria. Del resto, ha osservato la stampa economica commentando la notizia¹¹, chiunque chiede un finanziamento ad una banca non sa forse che il tasso che gli viene richiesto è superiore a quello spuntato dalla banca nella ricerca della provvista sul mercato?

10

° Vedi Cons. Stato, sez. V, 27 novembre 2012, n. 5962, in *Giur. comm.*, 2013, 398 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione di contratti derivati*. Osserva il Consiglio di Stato, nella sentenza ora ricordata: "i c.d. costi impliciti rappresentano il corrispettivo riservato all'intermediario per l'ingegnerizzazione del prodotto finanziario. Perciò di per sé non producono una valutazione negativa circa la convenienza economica della complessiva operazione di ristrutturazione del debito". In senso diverso si è espressa in più di una occasione la giurisprudenza dei giudici civili. Il *leading case* è del Tribunale di Milano, 19 aprile 2011, n. 5118 in www.almaiore.it. La sentenza ha affermato che il *market to market* iniziale negativo incorpora una commissione occulta e tale circostanza connota in senso speculativo la causa del contratto di *interest rate swap*. Il carattere "speculativo" del derivato, e dunque l'assenza di causa di copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse, preluderebbe ad una declaratoria di nullità del contratto per difetto genetico della causa concreta. La medesima impostazione è seguita poi da: Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 385 ss; Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, *ivi*, II, 700 ss; Trib. Bari, 5 gennaio 2012 e Trib. Monza, 17 luglio 2012, n. 2028, in www.ilcaso.it. I costi impliciti, o meglio l'occultamento del prezzo del prodotto finanziario, comportano la nullità del contratto anche per App. Milano, 18 settembre 2013, *ivi*, 30/09/2013, sia pure sulla base di una motivazione diversa rispetto a quella dei precedenti sopra citati. Secondo la Corte di appello da ultimo citata, l'occultamento del costo del contratto, all'interno delle condizioni economiche dell'atto gestorio, comporta il difetto di accordo su di un elemento essenziale di esso, con la conseguente violazione dell'art. 1709 c.c., ovvero della norma per la quale, nel mandato oneroso, il compenso del mandatario deve essere consapevolmente stabilito tra le parti e non occultato tra le condizioni economiche predisposte dal mandatario. Il problema dei costi impliciti si pone, o si è posto, in termini peculiari in quei casi in cui la controparte del contratto, in particolare la parte che assume la posizione di *hedger* (colui che stipula il contratto per proteggersi contro un rischio) è una amministrazione locale. L'interpretazione dominante infatti desume dall'art. 41, della l. 26 dicembre 2001, n. 448, che prescrive la finalizzazione delle operazioni di gestione del debito pubblico degli enti locali al contenimento del costo del debito stesso, un vincolo di "convenienza economica" per le operazioni poste in essere dagli enti.

11

° Cfr. il Sole 24 ore, 8 marzo 2014, *Sentenza simbolo sulla finanza creativa*.

La legge di stabilità 2014¹² (art. 1, comma 572) segna il punto più basso della parabola della fortuna dei derivati degli enti locali. Il divieto temporaneo per gli enti di concludere derivati fino alla entrata in vigore di un regolamento che avrebbe dovuto specificare le tipologie dei derivati consentite, sancito nel 2008¹³, è reso definitivo.

Agli enti locali sono consentite solo poche operazioni quali estinzione anticipata o novazione soggettiva di contratti derivati già in essere. Accanto a queste sono ammesse le operazioni del tipo più semplice: essenzialmente l'acquisto del *cap*, ovvero la fissazione a favore di chi si obbliga a tasso variabile di un tetto massimo di oscillazione del tasso stesso.

I due dati sembrerebbero avvalorare una conclusione univoca: intermediari finanziari e funzionari degli enti locali non hanno fatto cattivo uso, o addirittura abuso, di uno strumento di per sé utile, o quanto meno neutro. E' lo strumento in sé a mostrarsi inadatto agli enti pubblici perché non offre alcuna garanzia di equilibrio tra le posizioni delle parti e perché è intrinsecamente aleatorio, equivalendo grosso modo ad una scommessa. Ma la scommessa è inaccettabile per l'ente pubblico che gestisce risorse della collettività.

Al tempo stesso, nel giugno 2013, i quotidiani hanno riportato la notizia che lo stesso Ministero del Tesoro italiano ha nel suo portafoglio un numero consistente di derivati¹⁴. I toni della stampa sono allarmistici (e l'allarme

12

¹² Per un primo commento alla disciplina, D. GAUDIELLO, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali dopo la legge di stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in www.dirittobancario.it.

13

¹³ Precisamente la disciplina restrittiva è contenuta nell'art. 62, commi 2 e 6 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito nella l. 6 agosto 2008, n. 133 e successivamente modificato dall'art. 3 della l. 22 dicembre 2008, n.203. La norma è stata impugnata dinanzi alla Corte costituzionale da varie regioni, per le quali il divieto temporaneo inflitto e pure il rinvio alla fonte regolamentare per la disciplina stabile della materia avrebbero invaso la propria sfera di autonomia costituzionalmente garantita. Il ricorso è stato respinto da Corte cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2010, II, 1ss con note di A. SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali* e E. GIRINO, *Natura e funzione dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*.

14

sembrerebbe anche giustificato alla luce di quanto detto sopra). Il Ministero del Tesoro, senza smentire, ha rassicurato¹⁵: i derivati sono essenziali per fornire una copertura contro il rischio di un rialzo dei tassi e dunque per contenere gli interessi sul debito¹⁶.

Sulla stessa onda, un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 13 dicembre 2013¹⁷ indica nei derivati uno degli strumenti attraverso i quali il Dipartimento del Tesoro può effettuare operazioni di ristrutturazione del debito pubblico su base consensuale.

Questi dati dovrebbero autorizzare una lettura opposta del fenomeno e delle vicende occorse: i derivati di per sé sono utili per gli enti pubblici. Lo strumento di per sé è buono. In alcuni casi se ne è fatto un cattivo uso.

¹⁵ Vedi la Repubblica, 26 giugno 2013, *Tesoro, perdite potenziali di 8 miliardi. L'origine è nei derivati degli anni '90*.

15

¹⁶ Vedi Ministero dell'Economia e delle Finanze, Comunicato n. 103 del 26 giugno 2013, *Tesoro: non esiste alcun pericolo per i conti dello Stato*.

16

¹⁷ Avverte il Comunicato che i derivati mirano alla protezione dai rischi di mercato, primi tra tutti il rischio di cambio e il rischio di tasso di interesse. Infatti, in una situazione di rialzo dei tassi, lo Stato si può comunque trovare a dover emettere titoli a breve termine. La sottoscrizione di derivati consente di neutralizzare "il rischio di aumento del tasso pagato sul debito all'atto del rinnovo dei titoli in scadenza, per la parte coperta dalla gamba "a ricevere" dello *swap* (a tasso variabile) ed il costo effettivo viene limitato al corrispettivo tasso fisso a pagare "a pagare" nello *swap*". Avverte pure il Comunicato che, come ogni assicurazione, ove l'evento verso il quale ci si protegge non si verifichi, si sopporta un costo. Ma questo è giustificato "dalla priorità attribuita alla prevenzione di gravi conseguenze in caso di scenari avversi".

17

¹⁸ Si tratta del decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze, 19 dicembre 2013. L'articolo 3 autorizza il Dipartimento del Tesoro ad effettuare "operazioni di ristrutturazione del debito pubblico su base consensuale" e specifica che "le suddette operazioni, incluse quelle effettuate attraverso l'utilizzo di strumenti derivati concluse nell'ambito degli accordi di cui al successivo articolo 5, avranno come obiettivi, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato, il contenimento del costo complessivo dell'indebitamento, la protezione dei rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato".

3. A sciogliere l'alternativa tra una lettura demonologica¹⁸ ed una rassicurante del fenomeno dei derivati, non aiutano neppure gli economisti.

Da una parte Merton Miller, premio Nobel per i suoi studi sulla economia finanziaria, ripetutamente si è sforzato di dimostrare l'utilità dei derivati¹⁹. Per Miller i derivati sono strumenti di straordinaria efficacia per la gestione dei rischi finanziari, dei rischi legati all'aumento dei prezzi e per la riduzione del costo di molte transazioni finanziarie.

La conclusione cui Miller perviene è che, al contrario di quanto si pensa comunemente, la cosiddetta "rivoluzione dei derivati" ha reso il mondo più sicuro, non più pericoloso. E di fronte all'obiezione che i derivati hanno causato perdite ingentissime a carico di alcune organizzazioni, la risposta lapidaria è: "alcune organizzazioni trovano sempre il modo di perdere soldi". Peraltro sottolinea Miller come negli ultimi decenni le banche abbiano maturato perdite molto maggiori in cattivi affari immobiliari che in derivati.

Dall'altra Hyman Minsky²⁰ autore della teoria della fragilità finanziaria endogena, una teoria che non gli ha fruttato il Nobel e che ha trovato forse conferma nella crisi del 2008, solo dopo la sua morte.

Secondo Minsky, la moderna economia di mercato è in sé instabile e soggetta a crisi. Ma queste crisi periodiche non sono indotte da ragioni esterne, quali ad esempio un rialzo di prezzi, una guerra o anche una grande in-

18

© L'espressione è utilizzata da P. CIOCCA, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi*, Bollati Boringhieri, 2000, pag. 40 ss.

19

© Vedi M. MILLER, *On derivatives*, 1997, e in particolare gli scritti raccolti nella prima e nella terza parte del volume, rispettivamente intitolate *The derivatives revolution* e *Derivatives markets and risk management*, p. 3ss e 79ss.

20

© In particolare, H. P. MINSKY, *The Financial Instability Hypothesis* (1992), P. Arestis and M. Sawyer 1993 e *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), Yale University Press, 2008. Non a caso il secondo studio, pubblicato per la prima volta nel 1986, è stato poi ripubblicato quando è la crisi del 2008 ha portato alla ribalta la teoria dell'economista di Chicago.

venzione come *internet*. Le crisi sono invece indotte dalla dinamica interna del mercato finanziario²¹, che presenta sempre lo stesso andamento.

Nella prima fase, appena successiva ad una crisi, tutti gli operatori assumono un atteggiamento cauto. Prevalgono le posizioni coperte, ovvero le esposizioni sono limitate e chi prende a prestito ha sempre la sicurezza di poter pagare interessi e capitale. Man mano che aumenta la fiducia, prevalgono le posizioni speculative, ovvero chi assume un debito è consapevole di poter far fronte solo agli interessi e che dovrà invece ricorrere al mercato finanziario per la restituzione del capitale. Il rincorrersi delle posizioni speculative dà poi luogo alle situazioni che Minsky definisce di *Ponzi finance* (dal nome di un finanziere che aveva dato vita ad una sorta di catena di sant'Antonio) in cui chi assume un debito sa di non avere i mezzi per far fronte né agli interessi né al capitale. La speculazione tende quindi a crescere fino ad esplodere quando l'intero castello di carte crolla.

Secondo Minsky la fragilità è dunque intrinsecamente un fenomeno finanziario e le crisi, in cui ciclicamente tale fragilità si manifesta, si verificano perché le banche e gli intermediari non assolvono al ruolo di semplici ingranaggi di un meccanismo. Banche ed intermediari tendono invece a diventare essi stessi il motore di un'industria, un'industria del denaro che non ha alcun contatto con l'economia reale.

4. La soluzione più frequente della contraddizione, che dunque emerge sia dalla esperienza e dai dati normativi che dal pensiero degli economisti, consiste nel negare che di vera contraddizione si tratti.

L'idea, molto diffusa, è che vi sono derivati "buoni" e derivati "tossici".

Così impostato, il quesito se lo statuto proprio della pubblica amministrazione sia compatibile con i derivati sembrerebbe di facile soluzione. Si po-

21

[©] Secondo la teoria economica dominante, l'instabilità dei valori patrimoniali e della finanza rappresenta una delle tre forme nelle quali l'instabilità della economia di mercato capitalistica si può presentare. L'instabilità ha poi un volto reale, essendo legata anche all'andamento dei prezzi dei prodotti, e in genere alla domanda, e alle attività produttive. "Al pari della eziologia, la manifestazione della instabilità del capitalismo può essere duplice, reale e finanziaria". In termini chiarissimi, vedi P. CIOCCA, *Hyman Minsky e le crisi*, in apertacontrada.it, 11 gennaio 2013.

trebbe infatti rapidamente concludere che la legittimazione degli enti è limitata ai derivati innocui.

E' però evidente che questa risposta non esaurisce affatto il problema e si limita a spostare in avanti l'interrogativo, riproponendolo in termini diversi: qual è il contenuto, quale la linea di discriminazione tra derivati innocui e derivati pericolosi?

5. Una prima risposta è fornita da chi ritiene che la distinzione possa essere tracciata tenendo conto della struttura o del tipo del contratto. I derivati buoni sarebbero quelli che – per la loro struttura – offrono una copertura contro un rischio²². I derivati tossici sarebbero invece quelli speculativi, ovvero quelli che – sempre per la loro struttura o architettura – comportano un rischio. E' questa, l'idea di fondo accolta dal legislatore del 2008, che aveva rimesso ad un regolamento la individuazione della tipologia dei derivati di copertura, non rischiosi, e perciò compatibili con il peculiare statuto degli enti pubblici.

6. Una variante più sottile dell'impostazione, che comunque ammette la possibilità di isolare derivati di copertura e derivati speculativi, è proposta da una dottrina recente²³. Questa parte da due premesse – che mi sembrano entrambe corrette: l'oggetto del derivato consiste sempre nella negoziazione di un rischio, la "rischiosità" del derivato non sempre ne comporta il carattere speculativo.

Il carattere speculativo è assente quando il derivato è stipulato dal titolare effettivo del rischio sottostante. In questo caso il contratto assume una

22

° Un'ulteriore funzione positiva dei derivati deriva dalla possibilità di un loro impiego come strumenti di arbitraggio. I derivati consentono infatti di acquistare dove il prezzo è più alto e rivendere rapidamente dove è più basso. L'effetto finale è quello di un tendenziale livellamento dei prezzi sui vari mercati.

23

° E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Quaderni di Banca, borsa e Titoli di credito, cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014, p. 121 ss.

funzione di copertura contro un rischio. Il prezzo è dettato dalla fisiologica contrattazione tra le parti ed esprime il punto di equilibrio razionale tra il costo che chi chiede protezione è disposto a pagare ed il rischio che chi offre protezione è disposto a sopportare.

Il derivato assume invece carattere speculativo quando il rischio è estraneo alla sfera giuridica di entrambi i contraenti, i quali non hanno nessun collegamento con il rapporto sottostante²⁴. In questi casi l'esigenza di copertura del rischio manca addirittura dal punto di vista strutturale e il contratto è concluso per una mera finalità speculativa, ovvero per l'aspettativa di conseguire un guadagno in conseguenza della variazione del prezzo del sottostante.

Secondo la dottrina in esame i derivati speculativi, in quanto privi della causa di copertura, sarebbero del tutto acausali e perciò immeritevoli di protezione e nulli. Soluzione alla quale se ne contrappone un'altra, pure autorevolmente sostenuta: la legittimità dei derivati non è contestabile per la semplice ragione che essi sono comunque previsti e dunque autorizzati dall'ordinamento²⁵.

24

° La medesima definizione di "derivato speculativo" la ritroviamo in M. Miller, op. cit. pag. 82 per il quale "*in the futures market, a speculator is technically any user who doesn't actually qualify as a hedger; that is, a speculator is anyone who doesn't hold the underlying commodity*". Secondo Miller tuttavia il fenomeno dei derivati speculativi, nel senso tecnico ora esposto, è molto limitato. E' vero che di fronte ad un soggetto che chiede protezione contro un rischio effettivo che lui stesso subisce ve ne è un altro, colui che offre protezione, che dunque agisce per una finalità diversa in quello specifico rapporto. Ma costui, a sua volta, nella maggior parte dei casi assume la posizione di *hedger* in un altro rapporto, così assicurandosi una protezione contro il rischio che si è assunto.

25

° Avverte D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, cit. pag. 3 ss. che i contratti derivati sono ammessi e perciò sono leciti, indipendentemente dalla circostanza che siano stipulati a scopo di protezione o di speculazione. La *ratio* della autorizzazione legale risiederebbe – secondo l'Autore – nel riconoscimento da parte del legislatore della utilità sociale di scommesse razionali, quale specie dell'antico genere delle scommesse di abilità. La qualificazione dei derivati come scommesse legalmente autorizzate è accolta anche da Tribunale di Milano, 18 settembre 2013 e 13 febbraio 2014.

7. Ci si può chiedere, a questo punto, se le distinzioni ora prospettate possono essere utili per risolvere il problema dei limiti ad un possibile utilizzo dei derivati da parte della pubblica amministrazione.

A ben vedere, la prima non offre alcun appiglio valido perché l'idea che sia possibile isolare un "tipo" di derivato di copertura è inesatta. La conferma della sua inesattezza è data dalla circostanza che lo stesso identico tipo di derivato può avere o no funzione di copertura.

Per dimostrare questa affermazione, si utilizza di seguito un esempio di derivato, relativamente semplice. L'esempio è il primo tra quelli riportati in un testo, che si propone come una sorta guida per la comprensione di questi rapporti²⁶. Dietro il pagamento di un premio, Tizio acquista l'opzione di comprare una certa quantità di oro (che oggi è quotato 90) al prezzo di 100 in ogni momento, nel corso dei successivi tre mesi. Se il prezzo dell'oro aumenta a 150, l'opzione assume un valore positivo, perché dà la possibilità di comprare ad un prezzo inferiore. Il contrario avviene se il prezzo dell'oro scende.

Questo stesso contratto assume una finalità di copertura se è stipulato dall'orafo che ha bisogno dell'oro per creare i suoi gioielli e si vuole saggiamente premunire contro il pericolo dell'aumento del prezzo. Assume invece una finalità speculativa se chi lo ha concluso non ha nessun interesse per il bene sottostante.

Ad ulteriore dimostrazione della impossibilità di isolare un tipo di derivato sicuro, possiamo addurre due circostanze. Molti degli strumenti derivati che riempiono le casse delle amministrazioni locali sono proprio quelli del "tipo" più semplice i cd. *plain vanilla*, ovvero *swap* su tassi di interesse conclusi con l'idea di mettere gli enti al sicuro da un rialzo eccessivo dei tassi. Eppure anche questi derivati hanno dato luogo spesso a perdite molto consi-

26

© A. M. CHISHOLM, *Derivatives demystified. A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, John Wiley & Sons, Ltd, 2004, avverte fin dalla prefazione "Derivatives are everywhere in the modern world, but sometimes are not easily detected except by those in the know. If you have the option to extend a loan or redeem a mortgage early, then you have a derivative product. If a company has the opportunity to increase its production facilities or exploit some new technology, then it has what is known in the world of derivatives a real option. This has a value, and given certain assumptions its value can be measured".

stenti dovute, come rilevato *ex post* dalla Corte dei Conti²⁷, alla assenza di una adeguata valutazione dei rischi, connessi alle possibili evoluzioni dell'andamento dei tassi, all'assenza di equilibrio nelle posizioni corrispettive, allo spostamento di oneri su esercizi futuri. La seconda circostanza, che conferma l'insostenibilità dell'assunto, risiede nel fallimento del programma del legislatore del 2008. Il regolamento, che avrebbe dovuto indicare le tipologie di derivati consentiti agli enti (in quanto di copertura di rischi) non ha mai visto la luce. L'art. 1, comma 572, della finanziaria 2014, ne sancisce il definitivo tramonto.

La seconda tesi che, correttamente, rinviene la distinzione tra derivati di copertura e derivati speculativi nella estraneità o meno delle parti rispetto al rapporto sottostante, che di per sé certifica l'assenza della causa di copertura, individua invece un limite effettivo all'utilizzo dei derivati da parte degli enti pubblici.

Infatti, quale che sia in generale la posizione dell'ordinamento rispetto ai derivati contraddistinti dalla estraneità del rischio rispetto alla sfera di entrambi i contraenti, e perciò puramente speculativi, (sia cioè se reputiamo che essi siano autorizzati²⁸ o vietati²⁹ dall'ordinamento) strumenti di questo tipo sono sicuramente incompatibili con lo statuto della pubblica amministrazione.

Ma nemmeno questa impostazione offre una risposta soddisfacente al problema di circoscrivere la legittimazione degli enti pubblici ad entrare in questo tipo di rapporti. Il limite al possibile utilizzo dei derivati, che la tesi consente di tracciare, appare infatti ovvio. E' lo stesso modello di azione legale-razionale, cui l'amministrazione è costituzionalmente vincolata, ad esclu-

27

° Cfr. Relazione della Corte dei Conti sulla gestione finanziaria del Comune di Roma, per gli esercizi 2004-2007, con proiezioni sull'esercizio 2008, pubblicata nel giugno 2010.

28

° Vedi nt. 23.

29

° Vedi nt. 21.

dere di per sé la praticabilità di operazioni di questo tipo, speculative in quanto sganciate da ogni esigenza di protezione da un rischio.

Per convincersene basta riflettere sulla ragione per la quale i derivati sono strumenti tanto ambiti, per un impiego di tipo speculativo. Il fatto è che il derivato consente un effetto moltiplicatore o un effetto di leva. Tramite la sottoscrizione del derivato, l'investimento richiede solo una frazione del capitale che sarebbe necessario per conseguire lo stesso guadagno tramite l'acquisto del sottostante³⁰. Un esempio può illustrare meglio l'effetto: Tizio ha a disposizione un capitale di cento euro. Se lo utilizza per acquistare azioni (al prezzo di 1 euro l'una), nel caso in cui le azioni crescano del 10%, avrà un guadagno di 10. Ma se impiega il capitale per acquistare un *future*, con il quale si impegna ad acquistare 1000 azioni ad una scadenza, l'aumento del 10% del valore delle azioni gli darà un guadagno di 100. E' chiaro che l'effetto leva si produce anche nel caso in cui il valore delle azioni crolli. E' chiaro anche che l'operazione può essere conclusa pure se Tizio non dispone effettivamente del capitale, perché il regolamento del contratto avviene sulla base dei differenziali maturati. Per questo i derivati speculativi offrono ad un ampio pubblico l'opportunità di grandi guadagni, così come espongono al rischio di grandi perdite. Equivalgono a scommesse sul futuro andamento del sottostante (con l'effetto di amplificazione che abbiamo visto).

Un'ulteriore ragione per la quale i derivati speculativi sono inadatti agli enti pubblici è la loro opacità. L'esigenza di copertura può essere presente nel derivato originariamente stipulato dall'intermediario. Ma può poi accadere che l'intermediario cartolarizzi il contratto e lo rivenda a terzi, del tutto estranei e del tutto ignari del contenuto del rapporto sottostante. Con tale trasferimento, il rapporto tra il derivato e attività sottostante o parametro di riferi-

³⁰ Vedi, anche su questo punto, la limpida spiegazione offerta da A. M. CHISHOLM, *Derivatives demystified*, cit., pag. 3, "It is much less expensive to create a speculative position using derivatives than by actually trading the underlying commodity or asset. As a result the potential returns are much greater. A classic application is the trader who believes that increasing demand or reduced production is likely to boost the market price of a commodity. As it would be too expensive to buy and store the physical commodity, the trader buys an exchange-traded futures contract, agreeing to take delivery on a future date at a fixed price. If the commodity price increases, the value of the contract will also rise and can be sold back into the market at a profit".

mento (in origine esistente e concreto) tende a rarefarsi fino al punto in cui il derivato acquista una autonoma consistenza e si configura esso stesso come bene giuridico³¹. Qui il derivato perde addirittura la sua caratteristica di contratto e diventa uno strumento finanziario: la rarefazione del rapporto con il sottostante rende del tutto indecifrabile l'effettiva rischiosità del prodotto.

Chiariti i termini della questione, non occorrono altre parole per dimostrare che, per gli enti pubblici, il problema della legittimazione a concludere contratti di questo tipo è circoscritto comunque ai derivati di copertura, ovvero ai contratti nei quali è presente la funzione di precauzione rispetto ad un rischio che fa capo effettivamente all'amministrazione che stipula il contratto.

8. La conclusione, sopra raggiunta, non esclude che la categoria dei derivati speculativi possa, per altro verso, interessare il cultore del diritto pubblico.

Anzi, quanti auspicano un divieto generale dei derivati speculativi, perché fini a sé stessi e dunque socialmente inutili, se non dannosi, possono forse trovare nel diritto pubblico appigli più preziosi rispetto a quelli offerti dalla categoria privatistica della causa.

Infatti la causa consistente nella mera possibilità di un guadagno, legata all'andamento di un sottostante, non è una non-causa o addirittura una causa illecita. I derivati sono del resto strumenti regolati e dunque autorizzati. L'autorizzazione normativa esclude la illiceità della causa. In questi termini si è espressa pure la giurisprudenza più recente. Questa qualifica i derivati come scommesse legalmente autorizzate, dunque contratti assistiti da una causa che è ritenuta meritevole dal legislatore della intermediazione finanziaria in quanto, e nella misura in cui, consiste nella consapevole e razionale creazione di alee reciproche e bilaterali³².

31

© Vedi G. CARRIERO, *Scritti di diritto dell'economia, La crisi dei mercati finanziari. Disorganici appunti di un giurista*, Milano, 2010, pag. 329 ss.

32

© Vedi Tribunale di Milano, 18 settembre 2013.

Nel diritto pubblico potrebbe invece trovare sostegno la sanzione della illiceità rispetto a prodotti, il cui esito si fonda su di una valutazione di probabilità ad incognite non determinabili, per la contrarietà dei prodotti stessi rispetto al principio di certezza del diritto nei rapporti concorrenziali³³. Limiti o addirittura un divieto all'utilizzo dei derivati speculativi, potrebbero poi essere argomentati dai principi di ordine pubblico economico, che informano il nostro ordinamento³⁴. Tutela del risparmio e stabilità del mercato sono messe in pericolo dall'utilizzo di strumenti, svincolati rispetto ad ogni esigenza effettiva di protezione, che si prestano ad un effetto moltiplicatore suscettibile di ampliare a dismisura il rischio ed il cui esito dipende da incognite spesso ignote e comunque non determinabili.

9. Tirando le fila del discorso, si possono iniziare a tracciare alcuni punti fermi.

Il derivato non rischioso non esiste. Il derivato ha sempre ad oggetto la negoziazione di un rischio, reciproco e bilaterale.

Il rischio investe inevitabilmente anche la parte che nel contratto assume la posizione di *hedger*³⁵.

33

◦ La tesi è prospettata da F. MERUSI, *Variazioni su crisi economica e regolazione, in il sogno di Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Torino, 2013, pag. 47 a proposito della cartolarizzazione del rischio di credito.

34

◦ Vedi R. DI RAIMO, *Dopo la crisi come prima e più di prima*, cit., pag. 54, il quale si pone l'interrogativo se la esternalizzazione del rischio e la sua circolazione autonoma, per il loro possibile effetto sull'equilibrio complessivo del sistema economico, siano compatibili con un sistema al cui epicentro si colloca la tutela costituzionale del risparmio, secondo la interpretazione offerta dalla dottrina, in particolare F. MERUSI, *Art. 47, in Comm. Costituzione*, a cura di BRANCA, Bologna, 1980, 153 ss.

35

✧ A. M. CHISHOLM, *Derivatives demystified*, cit., pag. 2, fornisce questa definizione di *hedgers*: "corporations, investing institutions, banks and governments all use derivative products to hedge or reduce their exposures to market variables such as interest rates, share values, bond prices, currency exchange rates and commodity prices".

Di fronte alla prospettiva di un forte rialzo dei tassi di interesse e per cautelarsi contro questo rischio, un ente pubblico potrebbe stipulare un contratto per allungare la vita di una obbligazione in scadenza, pattuendo già oggi un tasso di un solo mezzo punto percentuale maggiore rispetto a quello vigente. Il contratto, stipulato dunque per una finalità di copertura, presenta comunque un certo margine di rischio. Infatti nessuno può dare la certezza che il rialzo si verifichi³⁶. Tuttavia, la probabilità che l'evento si avveri può essere valutata razionalmente, sulla base delle informazioni disponibili. In un dato contesto economico, l'innalzamento del tasso di interesse potrebbe essere scarsamente plausibile. In altro, altamente probabile. Se la probabilità è elevata vi è una convenienza forte a concludere il contratto.

Dunque i derivati sono strumenti rischiosi nel senso che si muovono in scenari probabilistici perché riferiti ad eventi futuri. Il verificarsi di un evento futuro non è certo, alla stregua delle informazioni normalmente disponibili.

Ma, come risulta anche dall'esempio ora formulato, occorre precisare subito che la probabilità non equivale a caso, ovvero al mero rapporto tra il numero dei casi favorevoli, ed il numero dei casi possibili, supposti tutti come egualmente possibili. Non equivale neppure a mera frequenza statistica³⁷. Una probabilità meramente statistica, secondo gli assiomi offerti dalla teoria c.d. frequentista, ancorché misurabile in termini numerici³⁸, non è in grado di

36

® In qualche modo, il rischio che fa capo a colui che abbia acquistato un derivato di copertura è quellodel mancato avverarsi dell'evento, contro il quale costui si è assicurato, sopportando un costo. Ma il costo è giustificato se la probabilità dell'avverarsi dell'evento avverso era comunque elevata.

37

® La teoria frequentista (Jacques Bernoulli e John Venn, massimi esponenti), che si riallaccia alla stessa teoria classica (Aristotele), definisce la probabilità come il valore dato al rapporto tra gli effettivi possibili tipi di eventi, in una sequenza sufficientemente ben definita, in cui ogni caso si assume a priori ugualmente possibile. (es. se tiro una moneta cento volte, al cinquanta per cento esce testa ed al cinquanta per cento croce). Osserva C. R. McCANN jr., *Probability Foundations of Economic Theory*, London, 1994, pag. 31, "Single events viewed in isolation from any series from which they may have arisen take on a random character and may be viewed as having arisen by chance. A series of such events over a period of time, on the other hand, possesses a statistical regularity or periodicity which gives the illusion at least of an order arising out of the chaos".

38

orientare una decisione razionale, al pari della probabilità meramente casuale.

In un contesto di probabilità, o di oggettiva incertezza, è tuttavia possibile pervenire ad una decisione razionale, secondo la teoria logica della probabilità³⁹ e anche secondo la teoria soggettiva⁴⁰. La possibilità del verificarsi dell'evento è infatti valutabile sulla base informazioni oggettive, verificabili e condivise, tali da dar luogo a stime attendibili e dunque a decisioni razionali.

Perciò il derivato pericoloso, e da evitare, è quello che si fonda su valutazioni probabilistiche che (già *ex ante*) appaiono sbagliate, irrazionali e squilibrate⁴¹.

³⁹ La probabilità statistica di un evento aleatorio è un numero che esprime la frequenza relativa dell'evento in un gran numero di prove precedenti tutte fatte alle stesse condizioni.

39

⁴⁰ La teoria logica della probabilità è strettamente legata al nome di John Maynard Keynes, che la formulò nel *Treatise on probability* del 1921, su cui ancora C. R. McCANN, *Probability Foundations*, cit. pag. 36. Per Keynes, il limite della teoria dominante, c.d. frequentista, sta nel fatto che essa si fonda unicamente sull'esperienza. Una teoria della probabilità, proprio perché essa rappresenta il metodo per pervenire ad una conclusione muovendo da conoscenze incomplete, non può fondarsi su di un calcolo formulato con riferimento ad una serie che è anch'essa imperfetta. Gli argomenti, che possono essere invece impiegati per arrivare ad una soluzione, sono argomenti logici. Sulla base di argomenti logici è possibile pervenire ad un *rational belief* che può essere formulato intorno ad una proposizione la cui verità o falsità è sconosciuta.

40

⁴¹ Secondo la teoria soggettiva, che ha tra i suoi massimi esponenti De Finetti, la probabilità è la misura del grado di fiducia che un individuo razionale assegna al verificarsi di un evento in base alle sue conoscenze. Sulla teoria soggettiva, o *personalistic theory*, vedi ancora C. R. McCANN, *op. cit.*, pag. 44, che l'ascrive principalmente a Emile Borel, Frank Ramsey e Leonard Savage.

41

⁴² Ci si potrebbe interrogare, a questo punto, sulla possibile sorte di contratti conclusi in base a valutazioni sbagliate, irrazionali, squilibrate. E' noto che, sul presupposto della "erroneità" delle delibere che avevano autorizzato al stipula dei derivati, molte amministrazioni locali hanno fatto ricorso all'esercizio della autotutela ed hanno adottato provvedimenti di annullamento d'ufficio. Di qui i numerosi interventi dei giudici amministrativi che hanno riguardato vari aspetti del problema: se i poteri di autotutela possano essere esercitati rispetto ad un contratto già stipulato ed in corso di esecuzione; se l'atto di autotutela sciogla di per sé il contratto; se lo scioglimento (sia si tratti di dichiarazione di inefficacia o di nullità ovvero di annullamento) spetti invece al giu-

10. La reazione della oramai accertata aleatorietà – nel senso sopra precisato - dei derivati con lo statuto della autonomia privata non si traduce in un giudizio di illiceità e nemmeno di irrilevanza.

L'ordinamento non vieta i derivati. L'art. 1, comma 2, del tuf, contiene un elenco molto ampio di derivati che possono essere negoziati sui mercati regolati. Anche i derivati non standardizzati, quelli OTC, sono legalmente autorizzati, in quanto ora disciplinati nel regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio EMIR del 4 luglio 2012.

L'ordinamento neppure si limita a tollerare questi prodotti, allo stesso modo in cui tollera fenomeni quali il gioco e la scommessa. Contratti, per il codice civile,⁴² i quali però danno luogo solo ad obbligazioni naturali (non ri-

dice; se la giurisdizione appartenga al giudice amministrativo o al giudice ordinario. Su questa giurisprudenza, A. SCOGNAMIGLIO, *Autotutela ed attività contrattuale della pubblica amministrazione: a proposito di contratti di swap stipulati da enti locali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 284 ss; ID. *Autotutela pubblicistica e contratti in corso*, in *Dir. amm.*, 2013, 305 ss. Il problema della giurisdizione è risolto in favore della giurisdizione ordinaria da Cons. Stato, Ad. plen. 5 maggio 2014, n. 13. La sentenza sottolinea come, nel caso di specie, il provvedimento di annullamento in autotutela avesse investito proprio i contratti conclusi, nei quali la Regione aveva successivamente riscontrato varie cause di illegittimità (o meglio ragioni di invalidità). Perciò l'annullamento del contratto doveva essere perseguito tenendo conto della natura privatistica dell'atto e della posizione paritaria dell'ente pubblico che si era vincolato contrattualmente con un soggetto privato. Dunque non già in autotutela, bensì mediante azione da promuovere dinanzi al giudice ordinario. In dottrina, di recente, F. MERUSI, *Debito pubblico e giudice amministrativo*, cit., pag. 19, il quale imposta il problema in termini del tutto nuovi, ravvisando nell'art. 133 c.p.a., ovvero nella norma che sancisce la giurisdizione amministrativa esclusiva per le controversie in materia di debito pubblico, il possibile fondamento della giurisdizione amministrativa sulle controversie in tema di derivati, in quanto connessi con contratti di debito pubblico.

42

° Gioco e scommessa trovano la loro disciplina nel Libro IV, titolo III, che è dedicato ai contratti tipici. Tale circostanza sembrerebbe avvalorare l'idea che si tratta di veri e propri contratti tipici, al pari delle altre figure disciplinate nel medesimo titolo III. Osserva però E. BARCELLONA, *op. cit.*, pag. 93 ss. che tale conclusione è immediatamente smentita dalla lettura dell'art. 1933 c.c.. La norma nel negare l'azione per il pagamento di un debito di gioco e scommessa, anche quando si tratta di gioco e scommessa non proibiti, esclude "l'effetto *princeps* di qualsivoglia contratto", che consiste nel potere le parti contare sullo "apparato coercitivo pubblico-giudiziario per ottenere l'esecuzione dei diritti che il contratto stesso fa nascere". La logica del regime normativo sarebbe quella di scoraggiare l'impiego di "contratti" la cui caratteristica essenziale consiste nella creazione artificiale di un rischio.

petibili, se eseguite, ma non assistite da azione, in caso di inadempimento). Il peculiare regime del gioco e della scommessa è inapplicabile ai derivati, secondo l'espressa previsione dell'art. 23, co. 5, del tuf⁴³ e l'ordinamento si preoccupa di garantirne l'esecuzione. Così come il Regolamento del 2012 si preoccupa di garantire l'esecuzione dei derivati OTC, sottoposti anche essi ad obblighi di compensazione mediante controparte centrale⁴⁴.

La reazione specifica dello statuto dell'autonomia privata alla circostanza per la quale i derivati si muovono in scenari di probabilità e non di certezza, si indirizza piuttosto nel senso di un rafforzamento degli obblighi di protezione che gravano sugli intermediari finanziari. Il dovere di diligenza, correttezza e trasparenza, in funzione dell'interesse del cliente e dell'integrità dei mercati, di cui all'art. 21 tuf, è declinato in un obbligo specifico a carico dell'intermediario⁴⁵ di portare l'altra parte a conoscenza di tutte le caratteri-

43

© La norma che esclude l'opponibilità della eccezione di gioco e scommessa nei contratti derivati ha valore dichiarativo e non costitutivo, secondo l'Autore citato alla nota precedente. L'inopponibilità della eccezione si spiega già di per sé per la differenza che sussiste tra gioco e scommessa, da un lato, e "derivati", dall'altro. In particolare, i derivati di copertura non coincidono con gioco e scommessa proprio per la funzione di copertura che nei secondi è assente. I derivati speculativi si distinguono invece dall'altro fenomeno per il fatto che il prezzo del derivato è oggetto di una negoziazione di mercato, ma – trattandosi di una negoziazione sganciata da ogni bisogno effettivo di protezione – il prezzo si forma in base, ed è soggetto a, umori puramente speculativi. Per la diversità che sussiste tra gioco e scommessa e derivati, l'art. 23 non legittima il fenomeno e non esonera l'interprete dal verificare se i derivati speculativi siano sorretti da una causa meritevole di tutela ovvero se la causa è assente, con al conseguente nullità radicale del contratto.

44

© Per una descrizione della disciplina del Regolamento UE n. 648/2012, vedi M. DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione della vigilanza finanziaria*, in *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di G. NAPOLITANO, Bologna, 2012, pag. 98 ss. e, più di recente, G. PULCHER, *Regolamento EMIR: dal 2 febbraio 2014 in vigore l'obbligo di segnalazione degli strumenti finanziari derivati*, in *Il Sole 24 Ore* 11 febbraio 2014.

45

© Il complesso dei doveri che gravano sull'intermediario farebbe di costui il titolare di un vero e proprio ufficio privato, secondo D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pag. 90. La tesi è accolta dalla già citata sentenza del Tribunale di Milano, 18 settembre 2013. L'idea della titolarità di un vero e proprio *munus* è giustificata in conside-

stiche del contratto⁴⁶ nonché del margine di probabilità del verificarsi o meno degli eventi aleatori riportati in contratto e delle conseguenze del verificarsi o meno di questi⁴⁷. La mancata rappresentazione, in termini corretti, degli scenari probabilistici comporta la responsabilità dell'intermediario o, secondo gli orientamenti più spinti, la nullità del contratto⁴⁸. In buona sostanza, l'assenza

razione del fatto che "accanto a concorrenti interessi privati vi è sempre un interesse superiore e costante dello Stato alla realizzazione di quegli interessi privati (...) che la comunità non può trascurare". La sentenza ribadisce pure che l'immanenza dell'interesse pubblico trova conferma nella sottoposizione dell'intermediario a controlli amministrativi, i quali sono funzionali alla salvaguardia della "fiducia nel sistema finanziario" e alla "stabilità ed al buon funzionamento del sistema finanziario", prima che all'interesse degli investitori. L'impostazione, che sembra dunque prevalere nella giurisprudenza civile, è in parte ridimensionata dalla Corte di appello Milano, 3 giugno 2014, cit. sui derivati del Comune di Milano, che sottolinea in più punti come l'ente locale non possa pretendere di addossare all'intermediario obblighi eccessivi, quale quello di effettuare valutazioni oggettive di convenienza economica. La sentenza sottolinea invece in più punti che l'ente deve invece effettuare tali valutazioni in proprio e con l'aiuto di *advisor* indipendenti, in modo da prevenire ogni asimmetria informativa con la controparte bancaria.

46

© Ivi compreso il valore del *mark to market*, la cui mancata indicazione consente all'intermediario di occultare il suo compenso, rappresentato dai c.d. costi impliciti, all'interno delle condizioni economiche dell'atto gestorio. Il che rappresenta però una causa ulteriore di nullità del contratto derivato anche in ragione del difetto di accordo sul requisito essenziale del compenso ex art. 1709 c.c., secondo la tesi già ricordata.

47

© Vedi Tribunale Milano, 13 febbraio 2014. La sentenza così articola i doveri dell'intermediario e gli obblighi informativi relativi alla specifica operazione raccomandata: "i) scomporre il prodotto complesso nelle componenti elementari che giustificano l'esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione, con la quantificazione del *fair value* di ciascuna delle componenti derivative e dello strumento nel suo complesso; ii) in presenza di strutture complesse, produrre le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condurre mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive, iii) porre a confronto il prodotto con altri prodotti semplici, noti, liquidi, basso rischio ed analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità; iv) esplicitare nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare i costi di recesso o di sostituzione. In assenza di informazioni specifiche sul profilo di rischio del prodotto, ricostruito attraverso il ricorso a scenari probabilistici, e senza informazioni sul valore del contratto alla data della stipulazione, l'investitore non è in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato".

48

dei requisiti del contenuto negoziale sopra ricordati, farebbe venir meno la stessa causa di contratti, il cui riconoscimento legislativo risiede nella “razionalità” e dunque nella “misurabilità” dell’alea. L’assunto è quello della non meritevolezza, alla stregua dell’ordinamento giuridico, di negozi caratterizzati dalla creazione di alee reciproche e bilaterali, la cui qualità e quantità sono ignote ad uno dei contraenti e dunque estranee all’oggetto dell’accordo.

11. Veniamo allora alla domanda finale: l’aleatorietà – nel senso chiarito -dei derivati è compatibile con lo statuto della pubblica amministrazione? e se sì, lo statuto della pubblica amministrazione è in grado di fornire qualche antidoto specifico, che possa limitare il più possibile i profili di rischio?

La tesi drastica della incompatibilità ha l’avallo autorevole della Corte costituzionale.

Nella sentenza n. 52 del 2010⁴⁹, la Corte respinge la questione di costituzionalità dell’art. 62 comma 6, della l. 133 del 2008, che aveva sancito il divieto temporaneo per gli enti locali e le regioni di sottoscrivere derivati. Osserva la Corte che il divieto è ragionevole perché i derivati sono strumenti intrinsecamente e spiccatamente aleatori e perciò inutilizzabili per gli enti a causa della loro oggettiva pericolosità per le finanze pubbliche⁵⁰.

⁴⁹ L’orientamento tradizionale della giurisprudenza civile risale a Corte di cass., sez. un. civ., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725 ed è invece nel senso che la violazione degli obblighi di condotta da parte dell’intermediario può comportare la responsabilità precontrattuale o contrattuale di questo, con conseguenze risarcitorie ed eventualmente condanna alla risoluzione del contratto. Per contro, in mancanza di una esplicita previsione normativa, sarebbe da escludere che la violazione dei doveri di comportamento degli intermediari possa determinare la nullità del contratto a norma dell’art. 1418, primo comma, c.c. . In termini critici su questa giurisprudenza, vedi A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca, borse e titoli di credito*, 2013, I, 75 ss.

49

⁵⁰ Cit. *supra* nt. 13.

50

⁵⁰ In senso adesivo rispetto alla soluzione accolta dalla Corte costituzionale, G. DELLA CANANEA, *Derivati ed enti pubblici. periculum in re ipsa?*, relazione al Convegno “*La disciplina dei prodotti finanziari derivati*”, S.P.I.S.A., Bologna, 18 febbraio 2013, il quale – anzi – amplia il discorso fino a mettere in discussione l’idea che gli enti pubblici godano di autonomia privata, ovvero siano legittimati a concludere contratti, in mancanza di una norma di autorizzazione espressa per conclu-

E' però da considerare che questa presa di posizione della Corte a) sembra allineare aleatorietà con casualità (secondo la prospettiva che sopra si è criticata); b) si riferisce comunque ad un divieto temporaneo; c) nel quadro di quel preciso momento storico, con l'avventatezza dimostrata da molte amministrazioni locali nello stipulare contratti senza nemmeno comprenderne il contenuto, ben difficilmente si sarebbe potuta tacciare di irragionevolezza la scelta del legislatore di vietarne l'utilizzo.

D'altra parte il divieto, sia pure diventato definitivo con la finanziaria 2014, riguarda solo regioni ed enti locali. Se si trattasse di strumenti oggettivamente pericolosi perché intrinsecamente aleatori (nel senso che l'esito dell'operazione è legato al caso) l'esigenza di porre un riparo drastico a tutela della solidità delle finanze pubbliche dovrebbe investire anche lo Stato.

Per queste ragioni, un tentativo di dar risposta al problema della compatibilità tra derivati e statuto della pubblica amministrazione, può forse prescindere dalle conclusioni cui la Corte costituzionale è pervenuta nel 2010.

Premesso – ancora una volta – che alea qui non coincide con caso, ma con probabilità valutabile razionalmente, la risposta positiva al quesito se i

dere che "l'autorizzazione legislativa costituisce elemento indefettibile ai fini della legittimazione dell'ente pubblico". In senso contrario si potrebbe però osservare che l'art. 11 c.c. ammette gli enti pubblici a godere dei "diritti secondo le leggi e gli usi osservati come diritto pubblico". La norma del codice civile individua nella legge e negli usi il limite di una posizione di autonomia privata, che in linea generale riconosce agli enti, mentre in nessun modo prevede che tale autonomia non possa esplicarsi in mancanza di una norma espressa di autorizzazione. Sul problema, di recente, e con particolare riferimento alla possibilità per gli enti pubblici di costituire società commerciali, vedi: Cons. Stato, Ad. plen. 3 giugno 2011, n. 10, con nota critica di S. SPUNTARELLI, *Questioni interpretative in ordine alla costituzione di società commerciali da parte di università*, in *Urb. e appalti*, 2011, 1456. Per il massimo organo della giustizia amministrativa, il divieto per gli enti pubblici (nella specie università) di costituire società commerciali, aventi lo scopo di erogare servizi contendibili sul mercato, è desumibile dall'art. 27, comma 3, l. 24 dicembre 2007, n. 244, e modificazioni successive, gli stessi enti potrebbero dar vita a società per il perseguimento delle finalità istituzionali di insegnamento e ricerca. In termini più generali, sulla legislazione in materia di limiti alla costituzione di società, G. BOTTINO, *Le amministrazioni pubbliche e la costituzione o la partecipazione a società a capitale pubblico. La legittimità costituzionale dei limiti previsti dalla odierna legislazione statale*, in *Giur. Cost.*, 2009, 1606 e F. FRACCHIA, *I servizi pubblici e la retorica della concorrenza*, in *Foro. it.*, 2011, V, 106. Si potrebbe poi osservare, sulla scorta di G. OPPO, *Patrimonio dello Stato e società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 495 che sono semmai le società del secondo tipo – quelle costituite per il diretto perseguimento delle finalità istituzionali – a porre problemi più gravi nell'utilizzo di un modello pur sempre caratterizzato causalmente dall'interesse lucrativo.

derivati siano compatibili con lo statuto della pubblica amministrazione sembra preferibile.

Se, su di un piano generale, la scienza ammette che la conoscenza, per essere tale, non deve necessariamente essere “certa” e che i margini delle conoscenze certe sono molto ridotti,⁵¹ è poi di palmare evidenza che l’amministrazione si muove sempre in scenari probabilistici. L’agire discrezionale della pubblica amministrazione non esprime altro se non la scelta della soluzione probabilmente migliore.

Si potrebbe obiettare che la probabilità della bontà e della adeguatezza della scelta discrezionale non è certo affidata al caso, si fonda su un’istruttoria attenta e sulla acquisizione del maggior numero possibile di informazioni e di conoscenze. Ma abbiamo visto che anche le decisioni in materia di derivati, per essere corrette, devono essere razionali, devono fondarsi su conoscenze oggettive, attendibili e, per quanto possibile, verificabili. Né la decisione discrezionale se costruire o no un’opera pubblica o dove costruirla ha ricadute sulle finanze pubbliche minori di quelle che può avere la sottoscrizione di un contratto che modifichi i parametri di un contratto di debito già in essere o assicurati contro un rialzo del tasso di interesse.

Dunque gli scenari probabilistici, nei quali le operazioni in materia di derivati si muovono, non sono di per sé incompatibili con lo statuto della pubblica amministrazione.

Passiamo allora al secondo quesito e cioè a verificare se è possibile trarre proprio dallo statuto speciale della pubblica amministrazione qualche an-

51

° Avverte C. R. McCANN jr., *Probability Foundations of Economic Theory*, cit., pag. 24 che le sole proposizioni che possono essere affermate in termini di certezza sono quelle cui è possibile pervenire tramite un ragionamento deduttivo, di tipo sillogistico. Ma il sillogismo presenta vari limiti: non accresce le conoscenze perché in realtà si limita a trarre una conseguenza da ciò che è già implicito nella premessa; in tanto la conclusione può essere predicata in termini di certezza in quanto muove da premesse certe; inoltre la nostra fallibilità ci può comunque indurre in errore. Riprendendo espressamente la critica di Hume, per il quale “*all knowledge degenerates into probability, and this probability is greater or less, according to our experience of the veracity or deceitfulness of our understanding and according to the simplicity or intricacy of the question*”, l’Autore conclude “*we can no longer assume that certain knowledge is even possible, and so we must be content with probable knowledge*”. Nella scienza, il ragionamento di tipo induttivo rimpiazza il ragionamento deduttivo per formulare conclusioni razionali, ancorché basate su conoscenze incomplete ed incerte.

tidoto specifico in grado di limitare al massimo la possibilità dell'errore insita nel carattere probabilistico delle valutazioni che assistono la stipulazione di un derivato. Anche in questo caso, la risposta positiva sembra preferibile. Proprio perché l'amministrazione è avvezza a muoversi in scenari di probabilità, le regole classiche del suo statuto, ovvero le regole del corretto esercizio della discrezionalità⁵²(trasparenza, procedimentalizzazione, responsabilità) rappresentano un antidoto sperimentato contro le possibilità di errore insite in valutazioni di tipo probabilistico.

In questo senso si muove anche il decreto già citato del 13 dicembre scorso: dove troviamo l'esplicita ammissione dell'utilizzabilità dei derivati nelle operazioni di ristrutturazione consensuale del debito pubblico; individuazione dei soggetti responsabili nel Direttore generale del Tesoro o, per sua delega, nel Direttore della Direzione II del Dipartimento del Tesoro; obbligo di comunicazione di tutte le operazioni finanziarie effettuate all'Ufficio del Gabinetto del Ministro e delle operazioni più rilevanti allo stesso Ministro.

Forse ancora qualcosa si può fare sul terreno della trasparenza. A proposito dei derivati, la letteratura, anche giuridica, evoca spesso immagini di mostri o fantasmi⁵³. Tutte creature che svaporano alla luce del sole.

52

° Si tratta del complesso delle regole sull'esercizio della funzione amministrativa enucleate dalla giurisprudenza del giudice amministrativo con il fondamentale apporto della dottrina. Sulla nozione di discrezionalità e sulla individuazione delle regole del suo corretto esercizio, non può non rinviarsi ai classici studi di M. S. GIANNINI, *Il potere discrezionale della pubblica amministrazione*, Milano, 1939; G. GUARINO, *Potere giuridico e diritto soggettivo*, in *Rass. Diritto pubblico*, 1949, pag. 264 ss; F. BENVENUTI, *Eccesso di potere per vizio della funzione*, in *Rass. Diritto pubblico*, 1950, pag. 29 ss; A. PIRAS, *interesse legittimo e giudizio amministrativo*, Milano, 1962, pag. 353 ss e 417 ss; ID. *Discrezionalità amministrativa*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1964, vol. XIII, pag. 80 ss.

53

° Fa riferimento alla letteratura che ricorre ad immagini fantastiche, evocando in tal modo la capacità distruttiva dei derivati o anche la loro natura mostruosamente artificiale, R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima. Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica*, in *Swap tra banche e clienti*, cit. pag. 41.

12. Infine le amministrazioni si possono giovare anche dei correttivi, o degli antidoti, sviluppati dai principi che presidiano i rapporti privati, dove – lo abbiamo già visto – il generale dovere di correttezza, passando per la lente dell'art. 21 tuf, si traduce nel dovere di agire nell'interesse del cliente. Quando banche ed intermediari trattano con una controparte pubblica, si potrebbe addirittura ipotizzare un rafforzamento degli obblighi di protezione che gravano su di essi. Anche l'ordinamento internazionale si va orientando in questo senso. La conferma è rinvenibile nei *"Principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing"*, sottoscritti il 10 gennaio 2012⁵⁴ nella autorevole sede della *United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)*. I *Principles* sanciscono a carico di chi contratta con una parte pubblica un vero e proprio obbligo di fornire una assistenza tale da mettere la parte pubblica in condizione di assumere una decisione informata. Ed avvertono pure che il livello di *financial sophistication* degli enti pubblici non è sempre il medesimo, con la conseguenza che gli obblighi di informazione sono più intensi quando si ha a che fare con una *unsophisticated sovereign counterparty*.

Quella del rafforzamento degli obblighi di informazione, ed in genere di protezione, è, ad esempio, la strada seguita in Francia. Il Ministero delle Finanze francese ha messo a punto una *"Charte de bonne conduit entre les établissements bancaires e les collectivités locales"*⁵⁵, che impegna le banche a valutare esse stesse il grado di rischio dei contratti offerti agli enti pubblici, a fornire agli enti una analisi esatta del funzionamento e dei rischi della strategia proposta, ad elaborare una proiezione degli interessi che l'ente si troverebbe a pagare a seconda della evoluzione delle condizioni del mercato.

54

° Recita l'art. 2 dei *Principles*: *"Lenders have a responsibility to provide information to their sovereign customers to assist borrowers in making informed credit decisions"*.

55

° A seguito della crisi del 2008-2009, che ha contribuito a rivelare i rischi finanziari nei quali erano incorse numerose collettività locali con l'acquisto di prodotti derivati, il Ministero delle finanze francese ha svolto un'ampia indagine. Stabilita l'ampiezza dei danni causati dai derivati, il Ministero ha messo a punto una *Charte de bonne conduit entre les établissements bancaires e le collectivités locales*, che è stata firmata il 7 dicembre 2009.

Gli esiti pare siano positivi⁵⁶. Dopo la sottoscrizione della Carta, il livello di informazione sul grado di rischio è migliorato e gli enti si sono tenuti alla larga da contratti avventati⁵⁷.

13. In conclusione: illusorio pensare di individuare tipi di derivati sicuri per limitare a questi la legittimazione degli enti; per contro, sicuramente inibiti agli enti pubblici i derivati speculativi, cioè stipulati senza finalità di copertura effettiva di un rischio o che eccedono tale finalità; i derivati sono strumenti rischiosi nel senso che si muovono sempre in scenari probabilistici, dove il grado di probabilità dell'avverarsi di un evento è valutabile razionalmente; le scelte, improntate a criteri probabilistici, non sono incompatibili con lo statuto proprio della pubblica amministrazione; l'osservanza delle regole sul corretto esercizio della discrezionalità e l'obbligo per gli intermediari di agire in buona fede e nell'interesse della controparte possono rappresentare correttivi adeguati a condurre in modo razionale le valutazioni di tipo probabilistico.

Andreina Scognamiglio

56

° Ne dà atto l'*Assemblée Nationale*, *trezième legislature*, 25 maggio 2011, *Rapport*, n. 3464, che ha deliberato la costituzione di una Commissione di inchiesta incaricata di studiare i prodotti strutturati, gli *swaps* e gli altri prodotti finanziari a rischio sottoscritti dalle collettività territoriali, le imprese pubbliche locali e gli altri enti pubblici locali nell'ambito della loro attività di gestione attiva del debito.

57

° Ci si potrebbe interrogare a questo punto sulle ragioni per le quali l'agire degli enti pubblici, in materia di derivati, debba essere assistito da una rete di obblighi di protezione ancora più fitta di quella che garantisce la posizione degli investitori *retail*. Una risposta plausibile è fornita proprio dalla sentenza della Corte costituzionale, n. 52 del 2010. Gli enti pubblici muovono capitali di dimensioni notevoli, maggiori di quelle che può impiegare un investitore *retail*. Il cattivo esito di un'operazione può mettere a rischio la stabilità del mercato. Inoltre le finanze degli enti pubblici devono essere tutelate in quanto destinate a sopperire ai bisogni primari della collettività.