



Trascrizione del dibattito

tenutosi il giorno 11 novembre 2010 presso la Borsa Italiana S.p.A.
in concomitanza con la presentazione della II edizione del volume
“I contratti derivati” di Emilio Girino

Moderatore

Stefano **RIGHI** – Caposervizio Corriere Economia – Corriere della Sera

Partecipanti (in ordine di intervento)

Marco **ONADO** – Docente Università Bocconi

Giuseppe **B. PORTALE** - Ordinario di Diritto Commerciale dell'Università Cattolica del S. Cuore

Giovanni **PORTIOLI** - Responsabile dell'Ufficio Insider Trading Consob - Divisione Mercati

Giorgio **DE NOVA** - Ordinario di Diritto Civile dell'Università Statale di Milano

Emanuele **RIMINI** - Ordinario di Diritto Commerciale dell'Università Statale di Milano

Eugenio **FUSCO** - Sostituto Procuratore presso la Procura della Repubblica di Milano

Emilio **GIRINO** – Autore del volume

Interventi del pubblico

Giovanni **PANZARINI** – Ordinario di Diritto Privato dell'Università Statale di Milano



Righi: Buonasera a tutti. Aspettiamo che i nostri ospiti prendano posto. Vi ringrazio per essere qui; vi vedo numerosi, ci fa particolarmente piacere. Vedo che qualcuno è arrivato da lontano e lo ringrazio in maniera particolare. Non tutti hanno potuto accettare il nostro invito, tra questi il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, che però ha risposto cortesemente con una nota scritta: non poteva essere qui stasera, come non potevano essere qui due alti esponenti della Guardia di Finanza. Mi riferisco al Generale di Divisione Renato Maria Russo, che è il Comandante Regionale della Lombardia e il Generale di Brigata Attilio Iodice che è il

Comandante della Provincia di Milano. Sono comunque ottimamente rappresentati dai Colonnelli Tomei e Lombardi che vedo nelle prime file e che ringrazio in maniera particolare.

Io sono Stefano Righi, un giornalista del Corriere della Sera, lavoro alla redazione Economia. Come ho detto vi ringrazio per essere qui. Sono con noi stasera alcuni dei più grandi esperti italiani di diritto e dei contratti derivati in maniera particolare. Ve li presento rapidamente e poi mi permetto di aggiungere alcune cose.

Partendo dalla vostra sinistra: il professor Giorgio de Nova che è ordinario di Diritto civile all'Università Statale di Milano ed è fondatore dello Studio legale De Nova, nonché direttore della rivista "I Contratti". Successivamente, il dottor Eugenio Fusco, Sostituto Procuratore della Repubblica presso il tribunale di Milano, il Dottor Giovanni Portioli, al centro dello schieramento, che è responsabile dell'Ufficio Insider Trading della Divisione Mercati della Consob; il professor Emanuele Rimini ordinario di Diritto Commerciale all'Università Statale di Milano nonché *naming* partner dello Studio Legale Rimini. Al suo fianco il professor Giuseppe Portale ordinario di Diritto Commerciale alla Università Cattolica, fondatore dello Studio Portale-Visconti e direttore della rivista "Banca Borsa e Titoli di Credito". All'estrema destra Marco Onado, docente all'Università Bocconi di Economia degli Intermediari Finanziari e già in passato commissario della Consob. Di fronte a me, Emilio Girino che è la causa di tutto questo perché è l'autore del volume che siamo qui a raccontarvi e a presentarvi, spero in maniera esauriente. Ognuno di loro avrà circa un quarto d'ora per esporre alcuni aspetti particolari del volume e poi, se a voi farà piacere cogliere l'occasione, abbiamo previsto una sessione di domande e risposte.

Introduco brevissimamente, perché è meglio che parlino coloro i quali sanno rispetto a coloro i quali fingono di sapere - e mi riferisco alla categoria dei giornalisti - per introdurre l'argomento.

Contratti derivati: tanta roba. La prima cosa che mi viene da dire è proprio questo. D'altro canto se non fosse così Girino non avrebbe scritto 650 pagine fitte fitte, se la sarebbe cavata con molto meno. Tanta roba perché sotto questo ombrello, "i derivati", abbiamo una pluralità di aspetti e di contratti. Vi do solo un numero, anzi due, per poterli paragonare. L'insieme del PIL mondiale - dato al 31 dicembre 2009 - viene stimato tra i 57,8 e 58,1 mila miliardi di dollari. Nello stesso momento - fine 2009 - l'insieme del controvalore di questa carta che gira per il mondo assomma a circa 614 mila miliardi di dollari. Ciò vuol dire che il totale dei contratti derivati ha un controvalore che è 10 volte, anzi più di 10 volte, la ricchezza prodotta da tutto il mondo in un anno. Dentro ai contratti derivati c'è di tutto. Se mi passate l'ardire sono un po' come la vecchia Democrazia Cristiana. C'è il buono e il cattivo, c'è il servitore dello Stato e il mascalzone. Il problema è che negli ultimi tempi, diciamo da quando l'Avvocato Girino ha scritto la prima edizione di questo libro ad oggi - poi indagheremo se tra i due fatti c'è una relazione - il problema, dicevo, è che il numero di mascalzoni è tremendamente aumentato. E' così professor Onado?



Onado: Comincio il mio intervento e Le posso rispondere solo con sì.

Righi: Prendiamo il sì e poi inizi l'intervento. Grazie.

Onado: Grazie a Lei. Io sono l'unico a dover affrontare l'aspetto economico, che è quello di carattere più generale fra quelli previsti in questo dibattito. Vorrei partire proprio dal dato più significativo, cioè dall'enorme montagna di contratti derivati che è stata creata e che è stata creata - si badi - in un periodo di tempo

relativamente breve perché 30 anni fa i contratti derivati finanziari non esistevano: oggi sono arrivati a 600 trilioni o 600 mila miliardi di dollari. Più di 12 volte il PIL mondiale. E si badi, questi sono i contratti derivati in senso stretto, perché a questo potremmo anche aggiungere l'enorme montagna di titoli strutturati che sono stati creati per la *securitization*, che sono tecnicamente dei derivati perché il loro valore dipende da un altro contratto sottostante (che è il contratto di mutuo) e che non sono censiti fra i 600 trilioni di cui sopra. Quindi la grande crescita finanziaria degli ultimi anni è stata basata soltanto sui contratti derivati di ogni tipo - quelli diciamo classici - ed in più anche quelli della finanza strutturata.

E' cresciuto il numero dei mascalzoni? Risposta immediata, sì. Ma vorrei cercare di elaborare un po' questo concetto. Perché poi di mascalzoni ce ne sono di tutti i tipi. Sui contratti derivati che hanno, ripeto, una storia poco più trentennale, c'è una lunga sequenza di contenzioso civile, amministrativo e penale che dura almeno da vent'anni e, dunque, praticamente da quando sono nati hanno creato problemi.

Ricorderò soltanto, all'inizio degli anni 90, una grande società americana che si chiamava Procter&Gamble: ironia della sorte ha nella ragione sociale il "gioco d'azzardo", ma questo fa parte dell'ironia del destino. Bene: la società intenta una causa ad una grande banca americana perché dice: "mi hai venduto dei contratti che dicevi che mi proteggevano dal rischio ed invece mi hanno fatto perdere un sacco di soldi e io non lo avevo capito". A qualcuno suona qualche campanello dei fatti recenti?

Più o meno negli stessi periodi, un'altra grande società tedesca questa volta, Metallgesellschaft AG, intenta causa contro Deutsche Bank con la stessa motivazione. Quasi nello stesso tempo, scoppia uno scandalo in un ente locale americano che si chiama Orange County: siccome poi a loro piace l'ironia, come si chiama il responsabile dell'intero caso? Si chiama *Citron* naturalmente. Orbene, in questo parossismo di agrumi, il signor Citron investe in derivati per aumentare le entrate della contea dell'ente locale; i contratti vanno male e alla fine l'ente locale va in bancarotta e iniziano i processi. Suona qualcosa di familiare?

Come si vede, questa è una vecchissima storia che prosegue fino ai giorni nostri. Qual è il filo rosso che lega tutte queste controversie? Il fatto - come diceva il Dott. Righi prima - che i derivati sono strumenti utili perché il sistema finanziario ha tra le sue funzioni quella di gestire i rischi e offrire strumenti di copertura i rischi. E' dunque cosa buona e giusta avere uno strumento che consente di coprirsi da questi rischi. Il fatto è che questi strumenti sono anche maledettamente complicati, come aveva già cominciato a dire 20 anni fa Procter&Gamble E si badi che non si trattava del bottegaio sotto casa, ma di una grande multinazionale dotata - si immagina - di fior di esperti in finanza. Eppure essa sosteneva di non aver compreso pienamente la rischiosità dei contratti.

E poi c'è il fatto che tecnicamente - i nostri studenti lo imparano dalla prima lezione - gli strumenti finanziari espongono a perdite finanziarie elevate perché contengono un effetto di leva cioè vengono amplificati non solo i profitti, ma anche le perdite.

A ciò si aggiunga il fatto altrettanto conosciuto per il quale i derivati possono essere confezionati in modo da contenere una sorta di specchietto per le allodole che fa apparire il contratto straordinariamente conveniente subito e rinviare i costi a dopo. E molti ci cascano o fanno finta di cascarci. Per tutti questi motivi Warren Buffett, persona che se ne intende di finanza anche perché di soldi ne ha fatti tanti a titolo personale, all'inizio di questo secolo, definì i derivati "armi di distruzione finanziaria di massa". Questa frase tocca un po' il cuore del problema economico e del modo con cui gli economisti hanno guardato i derivati e, se volete, le responsabilità degli economisti nel consentire una crescita così forsennata. Alan Greenspan, che era allora presidente della FED, gli rispose: "no ragazzo mio, i derivati consentono una assicurazione del rischio, consentono quindi di distribuire il rischio in modo migliore a chi lo vuole veramente affrontare e dunque aumentano la robustezza del sistema finanziario, del sistema finanziario mondiale". Ricordo che scrissi allora un commento per Il Sole24ore e di fronte a queste due cose dissi: "uno a uno. Palla al centro, ma la partita non è finita".

E abbiamo visto come è finita la partita e abbiamo visto chi dei due avesse ragione. Si badi che non voglio dire che i derivati sono la causa della crisi o l'unica causa. I derivati sono lo strumento che ha generato opacità complessiva dentro al sistema finanziario anche al di là delle capacità di percezione da parte delle autorità. Nella relazione della BRI – ahimè – solo di quest'anno, c'è una frase sinistra che continuo a mostrare ai miei studenti: la frase dice: "il sistema finanziario mondiale è una faccenda complessa. Forse troppo complessa perché chiunque la possa capire". In altre parole, nel tempio delle banche centrali a Basilea si dice che il sistema finanziario è diventato troppo complicato.

Come mai siamo arrivati a questo punto? Siamo arrivati a questo punto perché - e questo era un po' quello che Greenspan aveva in testa quando ribatté in quel modo a Warren Buffett - una parte notevole della teoria economica e dei regolatori erano convinti che la crescita degli strumenti finanziari fosse sempre e comunque cosa buona e giusta e quindi avere 600 trilioni di dollari di derivati era meglio che averne 300. Detto in altri termini, che fosse scorretto intellettualmente l'idea

di porre un freno a quello che la libera volontà contrattuale delle parti stava decidendo. Il mercato voleva 600 trilioni? Benissimo, che li abbia! Non c'è stata, cioè, da parte dell'analisi economica, la capacità di percepire ciò che è utile nell'interesse collettivo e ciò che invece serve soltanto a generare profitti per gli attori dei sistemi e quindi per le banche.

Il caso più classico è quello dei CDS, ossia contratti di assicurazione sul rischio del credito. E' bene avere la possibilità di assicurare il rischio di credito? Tutti rispondono unanimi: sì, perbacco! E' giusto avere la possibilità di assicurare dei rischi che non si corrono? La

risposta dovrebbe, per lo meno, indurre a qualche riflessione. Io ho conosciuto il professor Girino in occasione dei suoi precedenti scritti, quando rimarca che aveva il merito di aver colto l'importanza giuridica di abbandonare l'interpretazione che gli strumenti derivati fossero assimilabili alle scommesse. Nel mondo cioè pre-testo unico. Quell'interpretazione, che non era compatibile con quello che stava avvenendo sui mercati, aveva però un elemento di verità. E coglieva la pericolosità, quanto meno, di certe posizioni.

Tornando ai CDS, che senso ha aver fatto crescere quel mercato fino a raggiungere dei livelli multipli di rischio assicurabile? Che senso ha, in altre parole, un'assicurazione sull'incendio della casa se non hai la casa? Che senso ha costruire un mercato che - come ricordava una volta Fabrizio Galimberti - ha raggiunto tali dimensioni che se i milioni di dollari fossero chilometri sarebbe equivalente alla distanza di qualche anno luce che separa la Terra da Alpha Centauri.





E ormai questa domanda comincia ad essere posta anche da molte autorità in modo deciso. Il problema è: riusciranno le autorità a dare una risposta concreta a questa nuova impostazione? Cioè riusciranno a riportare il mercato dei derivati ad una maggiore razionalità ed a una maggiore controllabilità? Io chiudo qui ma non riesco a chiudere con una nota di, perché nel dibattito in corso le banche hanno reagito con una chiusura totale: l'idea, per esempio, di limitare l'uso di CDS a color che hanno un rischio assicurabile viene vista come eresia; lo stesso dicasi per l'idea di portare una parte

notevole di quei 600 trilioni sui mercati regolamentati - non elaboro su questo perché c'è l'amico Portioli che potrà dire delle cose molto più sensate di quelle che posso dire io. Voglio ricordare che di quei 600 trilioni, il 90% sono su mercati non regolamentati con un rischio di controparte enorme, senza sufficiente garanzia di trasparenza, con conflitti di interesse grossi come una casa. Ma l'idea di portarli sui mercati regolamentati - che vorrebbe dire ridurre il volume - genera reazioni furibonde. Dicono: "i costi aumentano". Figlio mio, ma è quello che vogliamo! I costi aumentano perché c'è qualcuno che chiederà i margini, vivaddio! Come da manuale, capitolo V, del libro del professor Girino. Purtroppo il libro del professor Girino è ancora privo di una edizione inglese e siccome la finanza parla esclusivamente la lingua di Shakespeare, io posso solo auspicare una traduzione in inglese ed un'opera di evangelizzazione nei confronti delle banche. Grazie.

Righi: Grazie professor Onado. Invece volevo chiedere una cosa al professor Portale, perché, tra le tante cose dette fino ad ora è rimasto fuori forse il rapporto che esiste, o che non esiste, tra il derivato e il suo sottostante. E non è cosa da sottovalutare...

Portale: Ci arriviamo subito. Mi stimola qualche considerazione quanto ha detto il professor Onado, ma prima ancora vorrei far risaltare una coincidenza. Cioè, che a distanza di un mese l'uno dall'altro, sono contemporaneamente usciti tre volumi sui derivati: la seconda edizione del volume del professor Girino, un volume in Francia e un volume in Germania. La caratteristica comune, questa è una prima considerazione, è che nessuno dei tre è inferiore a 700 pagine, anche se il taglio è del tutto diverso. Poi un'altra strana impressione che ho avuto guardando il testo tedesco, fra l'altro scritto a Londra, ma in tedesco, è che ho letto un'abbreviazione: "N.L.", non riesco a capirla, sono andato a guardare la legenda delle abbreviazioni ed è: Nach Lehman, cioè, dopo il caso Lehman. Riprendendo qualche spunto da quello che ha osservato il professor Onado, condivido quanto ha detto dell'esistenza di una quantità enorme di processi. Io posso parlare dell'Italia e parlo della Germania, mia seconda patria. Ho fatto una ricerca in Germania, con riguardo agli ultimi tre anni, e ho trovato, credo, quindici sentenze, mentre in Italia basta navigare in internet e se ne trovano centinaia. Come mai questo? Meno mascalzoni in Germania che in Italia? Questo non lo so, ma probabilmente c'è una maggiore cultura giuridica e una maggiore etica degli affari tra gli intermediari. E questo per quale ragione? Perché in Germania la giurisprudenza, ma già tanti anni fa (dapprima era una finzione) aveva elaborato la categoria del c.d. contratto bancario. Cioè - secondo questo orientamento - appena si entra in una banca automaticamente si stipula un contratto tacito e, sulla base di questo contratto tacito, la banca deve tutelare il cliente. Ora, tutte le sentenze che io ho trovato - questo è molto singolare - si occupano della violazione del dovere della consulenza, del consiglio. Tornando in Italia - e sono tornato proprio in questi giorni - trovo singolare, invece, le linee guida dell'ABI approvate dalla CONSOB, secondo cui le banche dovrebbero cercare di limitare la responsabilità per consulenza e nelle quali si precisa cosa fare per evitare di incorrere in questo tipo di responsabilità. Onestamente, ho trovato un po' singolare

l'esistenza di una linea guida di questo tipo. Si vede che noi abbiamo una cultura finanziaria e anche una cultura giuridica del rispetto del patrimonio altrui, quando si entra in contatto con l'intermediario finanziario, diverse da quelle che esistono in altre nazioni.

Detto questo, a titolo semplicemente di battuta, tanto per far arrabbiare il professor Onado, vi dico che in realtà i contratti derivati sono nati con la Bibbia. Infatti, nel libro francese, che prima citavo, ho trovato l'esempio di Giacobbe, figlio di Isacco, che propone a Labano di sottoscrivere l'opzione di dargli in sposa sua figlia Rachele. Solo un'opzione, non un obbligo. Giacobbe, per pagare questa disponibilità del padre a consentire l'esercizio di quella che - diciamo così - era una *call*, si è impegnato a lavorare per sette anni gratuitamente. Poi, non so, ma mi pare che abbia effettivamente esercitato questa opzione e abbia sposato Rachele. I tedeschi, invece, sono molto più intellettuali e fanno risalire i derivati ad Aristotele, il quale, ne "La Politica" parlando di Talete...

Onado: Talete di Mileto. Io sono laico, la Bibbia non la conosco molto...!

Portale: ...sì proprio Talete. Aristotele, stanco del fatto che prendessero in giro i filosofi considerati inutili, ha raccontato un espediente, diciamo così, di Talete di Mileto per fare quattrini. Nessuno prendeva in considerazione questo Talete di Mileto, il quale, però, aveva anche una grande conoscenza dell'astronomia, ed in base alla astrologia, forse più che astronomia, dalla lettura e dall'osservazione degli astri, prevede che ci sarebbe stata un'estate di grande produzione di olive. Talete, pur essendo povero, in quel momento disponeva di denaro e prese in affitto tutti i frantoi per produrre l'olio. Lo prendevano per matto. Dopodiché, effettivamente, ci fu questa grande produzione di olive e lui ha rivenduto, o meglio, avendo preso i frantoi in affitto, ha ceduto contro corrispettivo i contratti e ha guadagnato tanti soldi. Passando a cose più serie, credo poi che in Olanda e negli Stati Uniti siano accaduti casi analoghi. In Olanda, intorno alla metà del 1600 con i fiori, negli Stati Uniti, nel 1800, con i cereali, credo che lì si sia verificato il primo vero sviluppo - rudimentale, ancora - dei derivati. Oggi noi conosciamo - così rispondo anche alla domanda del Dott. Righi - una definizione di derivato, come dice l'amico professor De Nova, il maggiore specialista dei tipi di contratto. Lui definisce o, meglio, non definisce il contratto derivato, ma dice: "il contratto derivato può essere definito con quell'elenco che abbiamo nell'articolo 1 del TUF che finisce con un'apertura". Con la formulazione aperta: "qualsiasi altro titolo che comporti un regolamento in contanti determinato con riferimento a valori mobiliari indicati alle precedenti lettere" ecc. E, giustamente, dice il professor De Nova, qui non abbiamo un tipo di contratto ma, piuttosto, una categoria di contratti. Categoria che, come è accaduto per tanti contratti, soprattutto a partire dagli anni 70 del secolo scorso - per una certa americanizzazione dei giuristi per me riprovevole -, abbiamo importato acriticamente. Anche se, giustamente, il professor De Nova - credo ce lo dirà anche ora - afferma che non tutto si può sdoganare solo perché nato nel commercio internazionale. Bisogna vedere fino a che punto possano oggi essere introdotti nel nostro sistema contratti nati altrove, tenendo conto dell'ordine pubblico sia internazionale che nazionale, come pure delle norme imperative. Ora, dicevo, prima c'è tutta una categoria di derivati. In questa categoria i contratti sono elencati, sembra quasi disordinatamente - in realtà con un certo ordine - sulla base del "sottostante" cui accennava il dottor Righi. Abbiamo una sorta di elenco (quasi) disordinato di contratti e ci si può chiedere che cosa hanno di comune. Che cosa accomuna i contratti di questa categoria? Come si può definire il derivato? Qualcuno lo ha definito come il contratto che assume a suo oggetto il trasferimento da un soggetto A ad un soggetto





B di un rischio inerente ad una attività sottostante. Qualche altro come il contratto bilaterale aleatorio e ad esecuzione differita avente a referente un'entità economica reale o astratta ed a oggetto il differenziale di valore assunto nel tempo da tale entità. Ecco. Questa definizione, effettivamente, si avvicina molto a una delle tesi su cui si basa il volume che stiamo presentando, il volume dell'Avv. Girino. Infatti, la tesi dell'avvocato Girino è quella che questa categoria, che sembrerebbe di per sé molto eterogenea, ha un elemento in comune. L'oggetto del derivato e la caratterizzazione di questi

strumenti è data dalla compravendita del differenziale. E, se mi consentite, leggo un passo. L'avv. Girino scrive: *“a significare la circostanza che qualsiasi strumento derivato dal più vanilla al più esotico si incentra sulla ricerca dello scarto di valore che l'attività fondamentale, cioè il sottostante, scelto a riferimento assumerà in un dato lasso temporale compreso fra la data di stipulazione e quella di esecuzione del contratto. In ciò sta la peculiarità e la convenienza stessa dello strumento che vale con ciò a distinguerlo da una ordinaria compravendita a termine o da consimili analoghi strumenti a esecuzione differita così come da ogni altro strumento finanziario riconosciuto dall'ordinamento positivo. Ciò che lo stipulante un derivato acquista non è l'attività fondamentale bensì la differenza di valore che questa assumerà nel tempo”*. Non posso continuare nella lettura dei passi dell'Avv. Girino. Devo solo dire che una recente sentenza della Corte Costituzionale, risalente a otto mesi fa, nella sostanza ha proprio recepito la tesi dell'Avv. Girino. Dice, infatti, questa sentenza della Corte Costituzionale che, malgrado il gran numero di derivati elencati nell'articolo 1 del TUF, tali negoziazioni sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata. La decisione continua proprio riprendendo, credo, dei passi dell'Avv. Girino. Essendo io uno studioso di diritto commerciale, - anche se il Prof. Panzarini forse mi fulminerà [rivolto al Prof. Giovanni Panzarini che siede in prima fila: n.d.r.] -, azzardo un paragone: il derivato, in qualche modo, può essere paragonato ai titoli di credito. Il professor Panzarini è un grande specialista di titoli di credito. Nei titoli di credito abbiamo un rapporto sottostante, ma poi dal titolo di credito nasce un credito che si chiama cartolare, che è separato, diverso dal credito nascente dal rapporto sottostante. Ora, nei derivati, in un certo senso, c'è un fenomeno analogo, con larghissima approssimazione: tanto per intenderci, e tanto per fare capire il rapporto che c'è con il sottostante, per rispondere alla domanda del Dott. Righi. Questo esempio può essere illuminante. Cioè il sottostante è assunto unicamente come riferimento ai fini della scommessa oggetto - chiamiamola scommessa tanto per essere chiari - ai fini del derivato. Il problema che sorge, il problema su cui insiste l'Avv. Girino - e questo è fondamentale - è che anche seguendo l'art. 1 del TUF, il derivato può essere regolato per cassa o per consegna. Per esempio un derivato su titoli azionari può essere regolato per consegna. Solo che in questo caso la consegna non è diretta a trasferire la proprietà in funzione dell'acquisto della stessa, ma proprio per la caratteristica secondo cui oggetto del derivato è un differenziale: chi acquista, facendosi regolare per consegna, subito vende. Non è funzionalizzato all'acquisto della proprietà ma è funzionalizzato ad un *trading*, se dico bene. Questo punto, a mio parere, è fondamentale perché la CONSOB, recentemente, ha inviato un documento di consultazione consistente nella bozza di una modifica del regolamento emittenti; e in questa bozza del regolamento emittenti viene assunto un concetto di derivato che è assolutamente nuovo. Nel senso che considera, ai fini della soglia del 30% o del 5% per l'OPA obbligatoria o per l'OPA di consolidamento, anche i derivati - cioè chi detiene la posizione lunga - e giustifica questa scelta sulla base del rischio di elusione. Ora, in realtà, su questo punto devo dire che in tutto il mondo, soltanto la Gran Bretagna, Hong Kong e una sentenza



resa in Nuova Zelanda si sono occupati di questo problema; ma nell'Europa continentale tutti, anche in Germania, hanno rifiutato questa costruzione, perché in questo modo si viene a penalizzare il commercio, la negoziazione dei derivati. La CONSOB dice che in realtà i casi sono marginali, perché si tratta di somme rilevanti. Ma se noi guardiamo il problema dal punto di vista della competizione degli ordinamenti, in realtà, rispetto a tutta l'Europa continentale, il nostro sistema in questo modo risulta essere penalizzante; per contro, noi potremmo limitarci a colpire il fenomeno

deviato. La CONSOB ricorda il caso SAI Fondiaria, il caso IFIL EXOR e il caso tedesco SCHAEFFER CONTINENTAL. Anche in Germania, però, di fronte al caso SCHAEFFER CONTINENTAL non si sono sognati di introdurre nella disciplina sull'OPA una norma come quella che vuole inserire la CONSOB, per tante ragioni. In realtà, non si può confondere - vista la provocazione avuta dal Dott. Righi - il derivato con il sottostante, perché il derivato non è teso a procurare una proprietà in modo definitivo. Si inserisce, semmai, in un contesto di *trading*. I fenomeni di abuso si possono colpire con l'assicurazione, con l'*exceptio doli*, individuando un concerto, un patto parasociale, eccetera, tanto più che poi la CONSOB pretende di introdurre e, dunque, dare rilevanza giuridica a termini del lessico finanziario tipo: "posizione lunga" o "posizione breve". Sono concetti assolutamente indeterminati, indefiniti e, piuttosto che creare certezza, vengono a creare confusione. Grazie.

Righi: Professore, non volevo provocarla, ma mi sembra il caso che ora la CONSOB, nella persona di Giovanni Portioli dia la sua visione dei fatti. Grazie.

Portioli: Non sono la persona più qualificata all'interno della CONOSB per parlare di questo argomento, ma devo dire che avevo preparato esattamente questo argomento nel senso che sembra proprio che ci siamo accordati... Colgo la provocazione. Innanzitutto la questione è di grande attualità. Il professor Portale dice che ci collocheremmo al di fuori dal contesto continentale, perché il Regno Unito non è continentale...

Portale: ...anche la Sicilia è fuori dal continente. Sulle lettere c'è scritto Sicilia – Continente...

Portioli: anche gli inglesi si riferiscono all'Europa come al continente, come dire: noi non siamo europei... Mi preme però segnalare che nelle ultime settimane la stampa finanziaria, ma anche i quotidiani più importanti in Italia, hanno riportato la notizia dell'acquisizione di una partecipazione del 14% nel capitale di HERMES, 2/3 del flottante del titolo, da parte di LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) a chiusura di un *equity swap*. Cioè, il 23 ottobre LVMH ha detto: "Buongiorno, signori, ho il 14% di HERMES". Da gennaio a ottobre il prezzo delle azioni HERMES era salito del 52% inspiegabilmente sul mercato francese e prontamente - ci riferisce Il Sole24 di martedì scorso - il presidente della AMF Jean-Pierre Jouyet, ha ottenuto dal Ministro dell'Economia, Christine Lagarde, rassicurazioni che la normativa francese sarà modificata per imporre un regime di trasparenza delle posizioni in azioni connesse a derivati *cash settled*. Addirittura l'articolo de Il Sole24ore dice: "La Francia si adegua al modello anglosassone". Come accennava il professor Portale, l'Italia ha conosciuto un caso analogo a quello di cui ho appena parlato, ma nel 2005; in questo, abbiamo battuto sul tempo la Francia: il ben noto caso dell'*equity swap* FIAT, che è esplicitamente menzionato nel volume di Emilio Girino nel capitolo Quinto, paragrafo 5.7.



Conviene dare una breve ricostruzione di questa vicenda per capire quali sono le questioni in gioco. Nel 2002 FIAT aveva ottenuto un prestito triennale per tre miliardi di euro da un pool di otto banche, cosiddetto *convertendo*, con scadenza nel settembre 2005. Era previsto che in caso di mancato rimborso i crediti fossero automaticamente convertiti in azioni ordinarie FIAT conformemente alle disposizioni sulla rinuncia all'esercizio del diritto opzione, di cui all'art. 2441, comma 7, del codice civile. Il prezzo di emissione delle nuove azioni sarebbe stato prevedibilmente molto alto rispetto al prezzo di

mercato perché era definito come la media aritmetica tra 14,44 euro e la media ponderata per le quantità scambiate giornalmente dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie nei sei mesi precedenti all'aumento del capitale. Nell'aprile 2005 il prezzo delle azioni FIAT ordinarie ha toccato il minimo storico di 4,5 euro. Questa era la situazione. In effetti, il prezzo di emissione delle nuove azioni fu di 10,3 euro a fronte di un prezzo di mercato che era sui 7 euro. L'aumento del capitale a servizio del *convertendo* avrebbe ovviamente comportato la diluizione, secondo le aspettative *ex ante*, di un terzo, della partecipazione di IFIL Investments in FIAT, che era pari al 30,01%. Una partecipazione di misura decisiva per gli assetti proprietari FIAT se si pensa al fatto che un eventuale scalatore che avesse voluto superare IFIL nel capitale di FIAT avrebbe dovuto lanciare un'OPA totalitaria con il rischio poi di trovarsi un azionista con il 30%, una partecipazione di blocco nell'assemblea straordinaria, se IFIL non avesse aderito all'OPA. Di fatto, una partecipazione che garantiva il controllo di FIAT. Il 26 aprile 2005 FIAT annuncia al pubblico che non rimborserà il *convertendo* e che quindi nel mese di settembre avrà luogo il previsto aumento di capitale. Lo stesso giorno, lo stesso 26 aprile 2005, EXOR Group, una società Lussemburghese controllata dall'accomandita Giovanni Agnelli & C., che indirettamente controlla IFIL e quindi indirettamente controlla FIAT, entra con la posizione di *equity amount receiver* in un *equity swap* con Merrill Lynch International su 90 milioni di azioni FIAT ordinarie, che corrispondono a circa il 10% del capitale votante di FIAT pre-aumento di capitale e al 7,5% post- aumento. Di questa operazione, di questo *equity swap* che prevede il *cash settlement* con, però, una clausola di rinegoziabilità che possa comportare il *physical settlement*, il mercato e la CONOSB non sapranno nulla fino al mese di settembre 2005. In un *equity swap*, come tutti Loro sapranno, l'*equity amount payer* - cioè in questo caso Merrill Lynch - paga all'*equity amount receiver* - in questo caso EXOR - la *performance* positiva rispetto ad un *initial reference price* del titolo azionario sottostante aumentata dei dividendi e riceve la eventuale *performance* negativa aumentata di un interesse normalmente definito come EURIBOR più uno *spread* sul capitale nozionale, che è uguale al controvalore dell'*initial reference price* moltiplicato per le azioni sottostanti. L'*equity amount payer*, in questo caso Merrill Lynch, si copre dal rischio acquistando tutte le azioni sottostanti all'*equity swap*: l'*equity swap* è tipicamente un derivato *delta one*. Questa copertura Merrill Lynch International la fa da aprile a giugno 2005 con acquisti sul mercato. Mediamente acquista il 15% degli scambi giornalieri. In questo periodo il prezzo passa da 4,8 euro a 6 euro. Aumenta quindi di un quarto, un 25%. MLI compra più o meno 90 milioni di azioni sul mercato in questo periodo e quindi, come dicevo, il 10% del capitale votante di FIAT, ma comunica, già nel mese di aprile, solo il superamento della soglia del 2% del capitale votante di FIAT, poi sparisce, perché ogni volta che si avvicina alla soglia del 5% dei suoi acquisti, "swappa" fuori, *swaps out*, cioè conclude uno *swap* di segno opposto a quello che è in essere con EXOR con due controparti, che sono ING Bank e Cater Allen International, due controparti londinesi, per complessivamente il 6,5% del capitale votante di FIAT. Queste due controparti faranno le loro dichiarazioni del superamento della soglia del 2%. Questo è ciò che conosce il mercato: tre intermediari di *standing* internazionale hanno superato il 2% del capitale di

FIAT. Questi *equity swap* speculari all'*equity swap* principale, Merrill Lynch li fa cedendo collateralmente alle controparti le azioni FIAT sottostanti; quindi, si libera di una parte delle azioni che ha acquistato sul mercato che entrano nel portafoglio di queste controparti, Cater Allen International e ING Bank. Nel mese di settembre 2005, quando scade il *convertendo* e si fa l'aumento di capitale di FIAT, tutti questi *equity swap* sono stati smontati anticipatamente rispetto alla scadenza. Tutti questi *equity swap* avevano una clausola contrattuale che prevedeva il *cash settlement*. Il *cash settlement* dell'*equity swap* tra Merrill Lynch ed EXOR è rinegoziato in *physical settlement*: c'era, infatti, la clausola di rinegoziazione. Merrill Lynch chiude gli *swap* con ING e Cater Allen con regolamento del differenziale, ma collateralmente riacquista, dalle controparti, le azioni FIAT sottostanti, che ovviamente consegna a EXOR nel *physical settlement* dell'*equity swap* principale. Con una scrittura privata bilaterale tra EXOR Group e IFIL queste azioni sono poi cedute da EXOR Group a IFIL. IFIL acquista questo pacchetto contestualmente alla cessione dei diritti di opzione relativo all'aumento di capitale a servizio del *convertendo* e, quindi, istantaneamente scende sotto il 30% e risale sopra il 30%. In virtù di un quesito, direi eufemisticamente, non molto trasparente presentato alla CONSOB, IFIL viene esentata dall'obbligo di OPA per essere risalita, come dire, istantaneamente dopo essere scesa sotto il 30%, al di sopra al 30%. La CONSOB accerterà che il passaggio dal *cash settlement* al *physical settlement* sull'*equity swap* principale, quello grosso, nonché su quelli speculari, si era verificato già dal mese di maggio 2005 e sanzionerà solo la violazione degli obblighi di comunicazione del superamento del 5% nel capitale votante di FIAT da parte di EXOR e Merrill Lynch International. Ma non accerterà i presupposti di obbligo di OPA da consolidamento in capo all'accomandita Giovanni Agnelli & C già nel mese di aprile. Se il pacchetto del 10% sottostante all'*equity swap* fosse stato considerato come di proprietà del gruppo FIAT durante gli acquisti di Merrill Lynch, IFIL (e, dunque, l'accomandita) avrebbe superato quel 3% - allora era il 3% ora è il 5% - di incremento oltre il quale scatta l'OPA da consolidamento. La CONSOB non riesce a dire, ad accertare, che ci sia stato un patto parasociale tra EXOR e Merrill Lynch International. Perché Merrill Lynch International non aveva un interesse all'acquisizione, alla detenzione del pacchetto di azioni FIAT e, quindi, non può essere considerata come componente, come parte di un patto parasociale. Si prova allora con l'interposizione, ma non si riesce a dimostrare l'interposizione perché Merrill Lynch International era libera di gestire la partecipazione a propria discrezione, poteva cedere le azioni come ha fatto, non aveva vincoli nell'esercizio del diritto di voto, non c'era un accordo per rivendere le azioni alla controparte nell'*equity swap*. Poi, Loro sapranno, che - limitatamente ad un comunicato diffuso il 24 agosto 2005 da IFIL e dall'accomandita Giovanni Agnelli, secondo cui non esistevano piani allo studio per il mantenimento del 30% del capitale votante di FIAT da parte di IFIL - la CONSOB ha accertato, e sanzionato, illeciti amministrativi di manipolazione di mercato che non sono stati configurati dunque con riguardo all'operazione nel suo complesso ed in particolare al nascondimento della partecipazione in FIAT tramite l'*equity swap*, ma solo relativamente alla falsità del comunicato. Ecco, anche sulla base di questa esperienza e ovviamente, di una delega legislativa auspicata dalla CONSOB, l'8 ottobre 2009 la CONSOB ha pubblicato e sottoposto a consultazione il *position paper* cui accennava il professor Portale, in cui ha sostanzialmente rappresentato che esiste un'alternativa tra: imporre obblighi di trasparenza di partecipazioni connesse a *equity derivatives cash settled*, perché attualmente sono segnalate come partecipazioni potenziali solo quelle connesse a *equity derivatives physically settled*, oppure l'alternativa è affidarsi all'*enforcement ex post* con i



problemi e limiti di accertabilità che sono emersi in maniera clamorosa nel caso che ho appena descritto, perché gli avvocati e i professori universitari invitano la CONSOB ad accertare i patti parasociali e le interposizioni, poi quando si va al contenzioso ovviamente dicono: “ma la CONSOB non aveva alcun elemento in questo caso”. Tutti gli elementi addotti dalla CONSOB possono non reggere in alcun modo e la CONSOB è consapevole di questi rischi e del costo di questi contenziosi in tutti i termini, anche reputazionali. Nel fare questa consultazione comunque la CONSOB muoveva dalla constatazione, con cui si accomuna ad Emilio Girino, della sostanziale



indifferenza per le parti di un *equity derivative* che è regolato fisicamente e di un *equity derivative* che è regolato per differenziale: *physically settled* oppure *cash settled*. C'è indifferenza per tre ragioni: le clausole di *physical settlement* si modificano quando si vuole, è dimostrato; l'*equity swap* può essere *cash settled* ma poi le parti possono comunque trasferirsi la proprietà del sottostante collateralmente, con un negozio collaterale; terza ragione, in un mercato liquido l'*equity amount payer* andrà a smontare la copertura vendendo le azioni sottostanti e se l'*equity amount receiver* si mette in acquisto sul quel mercato ha buonissime

probabilità di comprarsi le azioni ad un buon prezzo. La CONSOB in questa consultazione ha anche osservato che ci sono due grandi fallimenti del mercato in questa situazione: c'è un'alterazione del meccanismo di *price discovery* soprattutto nei casi in cui rimanga a lungo occulto un nuovo socio di controllo che può mutare la gestione della società, un *equity amount receiver* di cui nessuno sa nulla. Secondo punto, si può verificare il c.d. fenomeno dell'*empty voting*, perché l'*equity amount payer*, Merrill Lynch in questo caso - quindi il formale intestatario della partecipazione - non ha in realtà alcun interesse di lungo periodo nella partecipazione e può essere indotto a votare secondo le indicazioni dell'*equity amount receiver*, che è del tutto occulto. Nella consultazione tutti hanno detto esattamente quello che ha detto il professor Portale: “Non mettete questo obbligo indifferenziato di *disclosure* perché vedremmo infiniti *equity swap* che non interessano a nessuno. Fatevi il vostro *enforcement*. Se ve la cavate, bene, sennò, peggio per voi”. La consultazione è in *standby* anche perché si attende ciò che sul punto diranno il CESR e la Commissione Europea ed è partita la nuova consultazione - mi scuso perché il professor Portale non ha citato questa prima consultazione, ma ha citato questa seconda - che è quella partita sul regolamento Emittenti, dove la CONOSB ha ammorbidito un po' la sua posizione, cioè ha detto: “Teniamo conto degli *equity derivatives cash settled* nel calcolo delle soglie del 30% e 5% per l'OPA totalitaria e per l'OPA da consolidamento.” Tutto questo perché mi preme dire che questa questione è brillantemente affrontata per l'appunto nel capitolo V del volume di Emilio Girino, dove Emilio Girino tiene una posizione molto netta che è coerente con un punto fermo della sua visione dei derivati, cui ha già accennato il Professor Portale, cioè che oggetto dei derivati è il differenziale e causa del contratto derivato è lo scambio in sé. Emilio Girino dunque dice innanzitutto: un derivato la cui funzione sia distorta a quella acquisitiva forse non potrebbe nemmeno essere più qualificato come derivato. E per l'aspetto pratico, cioè per la questione della *disclosure* degli *equity derivatives* propone una soluzione brillante che è quella di sostanzialmente imporre alla parte contraente, all'*equity amount receiver*, in questo caso, una dichiarazione *ex ante* sul suo intento, cioè se intenda in realtà utilizzare quel derivato con una funzione acquisitiva e non derivativa, con poi il dovere dell'autorità di verifica della coerenza del comportamento della parte rispetto alla dichiarazione. Grazie.

Portale: Sarebbe possibile fare subito una replica perché nell'immediato è più facile... ma proprio tre minuti?

Righi: Facciamo due e non se ne parla più...



Portale: Due minuti. Allora anzitutto ringrazio per tutto lo spazio che mi ha dedicato il dottor Portioli, ma vorrei far notare quanto segue. Primo, la delega che la Consob ha ricevuto non legittima la medesima a inventare nuovi derivati e a fare le cose che intenderebbe fare. La delega dice questo: *“La Consob stabilisce con regolamenti i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione di cui al comma secondo”*. Con quello che la Consob intende fare, in realtà, si intende creare una sorta di nuovo derivato. Ora questo la Consob non lo può fare:

sia perché la delega non glielo attribuisce, sia perché ci sarebbe addirittura un contrasto tra le fonti, perché il regolamento Consob è una fonte secondaria rispetto alla fonte primaria, che è il TUF, il quale all'articolo 18 non attribuisce a nessuno il potere di creare uno *swap* (nessuno può mettersi a tavolino e creare uno *swap*, ma, come precisa il professor De Nova, sono contratti alieni che noi riceviamo). L'articolo 18 del TUF dice che soltanto il Ministero dell'Economia può individuare, può indicare l'esistenza, mi pare che usi “individuare” o “indicare”, l'esistenza di nuovi *swap*. Questo è il primo punto. Il secondo punto, senza drammatizzare, nel caso Fiat (che a me non interessa, per carità), bastava soltanto applicare il principio della frode alla legge, intesa in senso moderno, come la intendono i civilisti oggi: e, cioè, che non occorre cercare l'intenzione fraudolenta; se ci sono tutta una serie di circostanze oggettive da cui chiaramente emerge un procedimento fraudolento, quello va colpito. E la dottrina civilistica più moderna, nel caso di frode alla legge, applica la norma che si cercava di eludere. Questo è un punto fondamentale e quindi, a mio cauto giudizio, il problema della Fiat, ammesso che ci fosse, era, semmai, un problema solo di riqualificazione del derivato, che, in realtà, non era un vero derivato, ma, seguendo quanto dice Girino, qualche altra cosa.

Righi: Grazie professore, Lei cita i civilisti e io Le schiero De Nova che non è male...!

De Nova: Inizio con una protesta formale: il titolo del libro che presentiamo è “I contratti derivati”. Contratto, dunque diritto civile. Il professor Portale è arrivato a dire che i derivati sono titoli di credito pur di portare il tema nella sua materia, che è il diritto commerciale. Non lo posso accettare, noi dobbiamo parlare di contratti. E vorrei partire da una osservazione che fa nel suo libro Girino quando ci dice che – cito le sue parole letteralmente – *“c'è una assai scarsa attenzione mediamente da parte degli operatori al profilo della costruzione negoziale del contratto”*. Noi stiamo parlando di un contratto e Girino ci dice che il profilo del contratto non lo studia nessuno. Non lo studia nessuno: come mai? Perché le cose debbono pure essere spiegate. Io credo che la spiegazione sia in ciò, che noi importiamo i contratti dai paesi in cui sono nati e sostanzialmente esercitiamo la nobile arte della copiatura, e quindi non ci poniamo troppi problemi di adattare i contratti derivati, nel nostro caso specifico, al diritto Italiano. Ora qui io credo che si debbano evitare due atteggiamenti che sono tutt'e due presenti nella nostra cultura giuridica. Il primo atteggiamento, se posso esprimerlo con una formula, è *“accà nisciun è fesso”*. Atteggiamento, diffuso soprattutto in alcune regioni d'Italia per cui noi sappiamo tutto, abbiamo capito tutto da millenni. Cosa è successo per il *leasing* quando si è presentato in Italia? Mirabelli, primo presidente della Cassazione, ha detto: *“Ma accà nisciun è fesso, questa è una presa in giro, questa è una elusione delle norme sulla vendita con riserva di proprietà, non possiamo pensare di accettare in Italia un contratto come questo”*. Non è un

caso insolito. Pensiamo alla fatica che ha fatto il *leveraged buy out*. Pensiamo ai contratti di cessione della partecipazione di controllo. Noi troviamo qui giurisprudenza ordinaria che ci dice che alle *business warranties* che vengono date dal venditore – pensiamo magari una garanzia che il venditore dà che la target, la società compravenduta è *compliant* con l'ambiente, che dura cinque anni – la giurisprudenza ordinaria ogni tanto arriva a dire: ma come, qui si applicano le norme sulla prescrizione dei vizi della vendita, quindi dopo un anno è tutto prescritto; il che dimostra che non si sa cogliere l'essenza del fenomeno. Però bisogna evitare anche l'atteggiamento opposto che, richiamando un po' in qualche modo Alberto Sordi, sarebbe "*famo ji ammericani*": ciò che viene dagli Stati Uniti, va bene. Con il risultato pratico che da noi si fanno cose che mai si farebbero a New York e mai si farebbero a Londra, perché è questo poi il paradosso. Allora credo che

l'atteggiamento corretto sia un atteggiamento di equilibrio noi non dobbiamo fermare i contratti derivati di cui stiamo parlando, a Chiasso, perché non avrebbe nessun senso escluderci dal mercato contrattuale di questi contratti importanti. Noi dobbiamo potere consentire alle parti di scrivere: "si applica il diritto italiano". Questo è il tema, perché se noi continuiamo con atteggiamenti drasticamente ostili, arriviamo al risultato che un operatore consapevole quando fa un contratto cerca di scrivere: "si applica il diritto inglese", perché almeno ha un diritto *friendly* rispetto al contratto, non si trova nelle condizioni di doversi trovare poi di fronte ad un diritto ostile. Questo mi pare il tema di fondo. Ma allora, è un problema di contratto. E' un problema di come il contratto viene redatto. Ed è in particolare un problema di clausole del contratto. Il contratto è costituito da un insieme di clausole e noi dobbiamo vedere e verificare in dettaglio le clausole e Girino lo fa molto bene nel capitolo Sesto. Questo è il lavoro che dobbiamo fare! I modelli stranieri che arrivano in Italia sono stati redatti pensando ad un ordinamento tutto diverso rispetto al nostro, senza nemmeno immaginare che ci sia un diritto italiano che poi sarà applicato con norme imperative sue proprie. Questi contratti, questi contratti standard, sono utilizzabili oppure debbono essere ripensati visto che vogliamo che si possa applicare il diritto italiano? Ecco, io credo che debbano essere ripensati. Innanzitutto, credo che si debba fare una considerazione di fondo. La considerazione di fondo è che il contratto derivato visto da solo non ha nessun significato. Non si capisce niente se si prende un unico contratto derivato e lo si guarda. Il contratto derivato si capisce solo se lo si connette a qualcos'altro. A che cosa deve essere connesso per essere compreso? Innanzitutto, deve essere connesso a quei contratti che l'impresa stipula e in funzione dei quali stipula un contratto derivato. Se io, nel caso più banale, stipulo un contratto di copertura di un rischio di cambio, è perché, giorno dopo giorno stipulo contratti commerciali con la mia impresa. Questo è il collegamento economico. Collegamento, secondo me, soltanto economico; per noi giuristi e civilisti, sapere se il collegamento è economico o invece un collegamento è giuridicamente rilevante, è decisivo, perché se c'è un collegamento giuridicamente rilevante, come tutti sappiamo, la sorte dell'un contratto è legata alla sorte dell'altro. Allora, in questo caso, il tema non è di un collegamento giuridico, però c'è un primo nesso. Ma i nessi possono essere molti. Io vorrei molto rapidamente provare a fare una casistica. Se io sono un produttore di energia elettrica, so bene che il costo dell'energia elettrica è in funzione del costo del petrolio. Arriva un cliente e mi dice: "io, siccome penso che il costo del petrolio vada a salire, voglio stipulare con te un contratto a prezzo fisso, supponiamo per un anno". Cosa faccio io, produttore di energia elettrica? Mi voglio ricoprire di questo rischio, del rischio dell'andamento del prezzo del petrolio, perché non è il mio lavoro, il mio lavoro è produrre e vendere energia, non scommettere sul petrolio. Allora cosa faccio? Stipulo



un contratto derivato che mi copra, avente come sottostante il petrolio. Questo tema introduce un collegamento? Qui il nesso è già molto più stretto. Questo ci porta ad affrontare dei problemi di tipo civilistico e contrattuale, per esempio: se questo benedetto petrolio che tutti pensavano salisse, invece, come pure è accaduto – tutti ci ricordiamo – scende, allora colui che ha stipulato il contratto annuale a prezzo fisso comincia a star male, dice “ma come, che fesseria che ho fatto!, ho stipulato un contratto a prezzo fisso e quello mi scende, il prezzo del petrolio”. Magari scende così tanto che provo a dire che il contratto si risolve per eccessiva onerosità sopravvenuta: ma viene a dirla a me, produttore di energia elettrica, che mi sono ricoperto. Allora non mi puoi dire che la mia prestazione è eccessivamente onerosa, perché a quel punto per me sarebbe il danno e le beffe. Io ho fatto un contratto derivato apposta per ricoprirmi e tu mi vieni a dire che dobbiamo ridiscutere il prezzo, non si può. Ecco allora che qui noi identifichiamo un collegamento che mi

sembra rilevante. Il collegamento è rilevante, anche se pensiamo che lo stesso operatore finanziario nel momento in cui stipula un contratto derivato, si ricopre stipulandone un altro uguale e contrario, come tutti sappiamo. E qui è molto importante l'ordine cronologico degli eventi. Perché una cosa è che, appunto, stipulato un contratto con un cliente, l'intermediario vada a ricoprirsi, cosa un po' diversa è se l'ha stipulato prima e lo va a collocare. E questi sono anche episodi che conosciamo. Quando si parlava di patologie all'inizio di questo discorso, io credo che questa sia una evidente patologia e Gustavo [rivolto al prof. Gustavo Ghidini in prima fila: n.d.r.], in un articolo felicemente l'ha colto: sono due cose completamente diverse. Ancora, - e qui il tema diventa suggestivo - accade di frequente che il contratto derivato non sia isolato perché c'è poi una catena di contratti. Perché uso questa espressione? Perché non voglio usare un'espressione tecnica. Girino ci dice “non c'è una novazione”, e questo è un tema sul quale tornerà Rimini quindi sono sintetico al massimo, ma questo fenomeno per cui c'è una catena di contratti: un primo contratto derivato poi un secondo poi un terzo poi un quarto poi un quinto, che si caratterizzano per un *climax* di crescita del rischio. Questo è un fenomeno in cui non possiamo parlare di collegamento contrattuale perché non ci sono due contratti tutt'e due in vigore. Possiamo forse parlare di trasformazione del primo nel secondo. Qui semmai, il problema è se le modificazioni che riceve il secondo in funzione di ciò che è accaduto sul primo, siano accettabili o no, ma, torno a ripetere, credo sia un tema che verrà trattato successivamente da Rimini. Io vorrei sottolineare un aspetto che mi pare importante, perché è facile da risolvere. E' facile da risolvere se i contratti si scrivono bene. E allora, siccome parliamo di contratti, vediamo se si possano scrivere bene. Noi troviamo nei contratti clausole nelle quali si dice che è la banca a determinare il *mark to market*. Dunque un elemento del contratto viene determinato da una parte soltanto. Questa circostanza non ci scandalizza, ma il problema è: l'altra parte capisce, l'altra parte è messa in condizione di capire come è stato determinato il *mark to market* oppure no? Il contratto non lo dice, il contratto si guarda bene dal dire come è stato determinato il *mark to market* e siccome un po' tutti che parliamo qui, siamo segnati dalle controversie che abbiamo vissuto, io devo dire ho ancora il sangue che mi ribolle quando penso che un consulente tecnico di parte di una banca ha scritto che i modelli di *pricing* non possono essere “aperti”, non possono essere spiegati in sede di contenzioso. Gli hanno detto: “tu fammi capire come fai a calcolare il *mark to market*?” e questo illustre consulente tecnico risponde: “non posso dirtelo, perché i modelli di *pricing* “costituiscono un importante elemento nella definizione della capacità competitiva, i modelli sono sostanzialmente assimilabili a proprietà intellettuali”. Ecco, io allora reagisco, e trovo che, quando Girino scrive – devo dire, cortesemente rispondendo a un quesito che in uno scritto precedente avevo sollevato – “sì, hai ragione, non si può scrivere i



contratti ancora in questo modo”, perché qui manca il dato fondamentale, secondo cui, d’accordo, è difficile, tecnicamente complesso rilevare questo dato, fallo pure tu, banca, però mi devi dire in base a quale criterio e in base a quale formula e me lo devi dire nel contratto, me lo devi dire subito. Ecco, se così fosse, se quello che ci suggerisce Girino venisse fatto, probabilmente questi problemi, queste esasperazioni che mi permettevo di sottolineare alla Loro attenzione, sarebbero superate. E qui io mi avvicino a concludere perché mi piace mantenere i tempi che ci sono stati assegnati vorrei riproporre a Rimini un quesito, un doppio quesito che ho sottoposto a Girino, il quesito essendo: nel caso in cui il primo contratto derivato va male per il cliente, il secondo contratto derivato prevede un *up front* che è della stessa identica misura dell’andar male il primo. Ecco, cos’è questo fenomeno per cui al momento della stipulazione del secondo contratto derivato il cliente riceve un importo? E’ un finanziamento? Girino dice “no, non è un finanziamento perché non c’è la restituzione”. Prima di tutto, non è detto che ci voglia proprio sempre una restituzione, perché ci sono dei finanziamenti che prevedono la restituzione come solo eventuale, ma poi, in realtà, lo stesso Girino, ci dice che il secondo contratto è costruito in maniera tale che la banca recupera. Ma allora, non chiamiamola restituzione, chiamiamola qualcos’altro; ecco, questo è il primo tema che si collega al secondo. Il



secondo è, appunto, come accennavamo prima, in questa catena di rinegoziazioni, quanto può il “nuovo” contratto (chiamo così il contratto che viene stipulato in quel momento) scontare il passato senza che si perda un equilibrio accettabile fra le alee? C’è un limite oltre il quale si esce dai margini di tolleranza della causa in concreto del contratto? Ecco, questi mi sembrano due temi civilistici ma comunque centrali della contrattualistica dei contratti. Dunque a me pare che il lavoro che tutti noi dovremmo cercare di fare e certamente il libro di Emilio Girino ci dà degli spunti molto importanti, è: verifichiamo i contratti derivati ai quali diciamo applicabile la

legge italiana. Diceva prima il professor Onado che il contenzioso è nato quasi insieme con lo strumento. E’ possibile che sia così, perché lo strumento è uno strumento rischioso, ma se possiamo fare qualcosa prima, nello scrivere i contratti un po’ meglio, non sarebbe un investimento economico ed efficiente? Grazie.

Righi: Grazie, professor De Nova, per quello che ha detto e per la cronometrica precisione, ho visto che si è piazzato l’orologio, non ha sbagliato un secondo. Siamo col professor Rimini. De Nova ci ha fatto questo esempio del produttore di energia elettrica e del fornitore che si trovava poi a perdere. Come facciamo a rimodulare un contratto in presenza di perdita?

Rimini: Cerco subito di risponderle, tenendo però d’occhio i tempi stabiliti. In presenza di così tanti Maestri, ne ho uno in prima fila [*rivolto al Prof. Giovanni Panzarini: n.d.r.*], dovrò essere ancora più rapido dei relatori che mi hanno preceduto. E per non debordare, terrei per ragioni espositive il suo quesito per un attimo in disparte. Lei mi ha certamente fatto una bella domanda, ma il professor De Nova prima me ne ha fatte due. Il professor De Nova, poi, è stato anche mio professore, quindi tenderei - se Lei non me ne vuole - a rispondere alle sue domande... Che poi dal punto di vista logico, prima che giuridico, sono le prime domande alle quali occorrerebbe rispondere ogniqualvolta si affrontino problemi di rimodulazione dei contratti derivati.

Non per nulla anche il mio amico Emilio Girino nel suo libro si è posto - e lui sa già dove voglio andare a parare, perché ne abbiamo discusso già tante volte (siamo d’accordo su tanti aspetti dei contratti derivati, ma su questa questione la vediamo diversamente) - un preciso quesito. Mi ero appuntato le sue parole, e sono molto simili a quelle usate poc’anzi dal professor De Nova: “fino a

che punto è giustificabile lo squilibrio tra le parti in termini di alea”? Prima di dare la mia risposta, vorrei anche io condividere rapidissimamente due premesse che lo stesso professor De Nova ha fatto, e cioè che gli operatori debbano necessariamente soffermare l’attenzione sulle clausole del contratto e debbano, a maggior ragione se ci troviamo in sede di rimodulazione, soffermare l’attenzione sull’ordine cronologico degli eventi. Questi sono i nodi cruciali da provare a sciogliere – e credo che sia la vera sfida che a noi compete questo pomeriggio, soprattutto se dismettiamo le vesti professionali e assumiamo un approccio maggiormente *super partes*, anche se è verissimo che tutti noi siamo figli delle nostre esperienze sul campo. Eppure, sono convinto di poter dire – e spero che non si tratti di una bestialità – che nella pratica degli affari è senz’altro più facile predisporre meglio sul piano negoziale le rimodulazioni, soprattutto se si osservano con attenzione le clausole che tradizionalmente contraddistinguono i primi contratti derivati. Cercherò di spiegarmi più chiaramente.

Come molti di noi hanno avuto modo di riscontrare con osservazione diretta, assai spesso i contratti derivati, cronologicamente stipulati per primi, non prevedono nel *set* delle loro clausole, alcun diritto di recesso a favore dei contraenti. Si tratta di meri contratti di durata in relazione ai quali ogni possibile forma di *way out* va negoziata nell’*an* e nel successivo *quantum*. In difetto di un nuovo accordo modificativo, non resterebbe che applicare il noto principio *pacta sunt servanda*. Non senza dimenticare che, comunque, il contratto ha forza di legge tra le parti. Se ci si muove in questo preciso contesto: ovvero se ci poniamo nell’ambito temporale del primo contratto derivato (che per solito nasce con finalità di copertura ed ha una struttura *plain vanilla*) sono d’accordo con quanto hanno scritto e detto Emilio ed il professor De Nova, in ordine al fatto che bisognerebbe cercare di essere il più possibile espliciti in merito ai temi più significativi. Ovvero quelli della precisa individuazione dell’oggetto del contratto (per quanto non si possa dubitare della sua aleatorietà); del *pricing* e delle modalità con le quali viene stabilito l’ammontare dei flussi monetari da scambiare alle scadenze cronologiche pattuite. Ma se ci troviamo in una fase successiva, nella quale il primo contratto derivato sta andando male, non concordo con quanto ha sostenuto Emilio circa la aprioristica sussistenza di un obbligo in capo all’intermediario di adeguare in ogni caso, ed a beneficio della propria controparte, il contratto in corsa. Da un punto di vista di stretto diritto le cose non mi pare che stiano in questi termini. Arrossisco di fronte ai Maestri oggi presenti, ma devo ribadire che, se ci sono dei contratti di durata, gli stessi vanno puntualmente rispettati fino alla loro naturale scadenza. Il che significa che se ad un certo momento si intende intervenire sui loro profili esecutivi o c’è la possibilità di invocare qualche profilo risolutorio o non ci si può che muovere verso la ricerca di una *way out* concordata.

Ma si tratta, come è noto, di una mera eventualità. Il risultato non è affatto scontato ed, in ogni caso, il diritto di uscire anzi tempo da un contratto, si paga, dovendosi prevedere un corrispettivo, quanto meno implicito. Tanto precisato – ed anche per avvicinarmi al suo originario quesito, dottor Righi - se noi ci mettiamo dal punto di vista di verificare l’evolversi - anche con spirito critico - di un contratto derivato in corsa, sul presupposto che in un particolare momento storico lo stesso non sia più in linea con le aspettative che avevano portato alla sua conclusione, gli scenari alternativi che si possono presentare sono, dal mio punto di vista, tre. Ed è, a mio avviso, fuor di dubbio che l’intermediario debba essere il più possibile trasparente nel rappresentarli con coerenza e linearità. Il professor Portale, qualche istante fa, nel suo intervento ricordava opportunamente i doveri di protezione che in certi ordinamenti vicino al nostro scattano in capo alla banca per il solo fatto che un soggetto sia entrato nei suoi locali. Senza arrivare a tanto, anche nel nostro sistema nell’ambito



delle relazioni tra banca e clienti sono certamente invocabili obblighi comportamentali di contenuto similare, giustificabili anche alla luce del fatto che gli intermediari finanziari operano in regime di riserva di attività e godono quindi di sicure rendite di posizione pure sul piano dei, non del tutto aperti, accessi al mercato. Il primo scenario, logicamente parlando, potrebbe consistere – chiarita da parte della Banca la momentanea svantaggiosità in termini oggettivi del rapporto in essere (ed a questo preciso proposito l’addebito nei conti del contraente non bancario di flussi negativi dovrebbe avere un significato inequivoco anche per gli operatori meno preparati) – nella consapevole scelta del cliente di “proseguire nel contratto”, nonostante la sua contingente negatività. Anche le previsioni economiche che paiono *ex ante* più affidabili e condivise, possono *ex post* risultare smentite dai fatti, magari nel breve periodo. Ciò non di meno l’operatore potrebbe consapevolmente mantenere ferma la logica di fondo del contratto originario. Mi pare, cioè, che si debba prendere consapevolmente atto del fatto che non è affatto aprioristicamente scontato che di fronte all’andamento negativo di un contratto derivato, lo stesso debba necessariamente essere “rimodulato”. Una operazione che giuridicamente si scompone in una serie di passaggi scanditi, assai ben definiti: la preventiva risoluzione consensuale del contratto in corso, il pagamento dei costi di chiusura (il noto *mark to market* che comprende il corrispettivo per recedere, altrimenti conosciuto come costo di sostituzione) e la stipulazione di un nuovo contratto, frequentissimamente non più *pair*, in quanto sbilanciato a favore della banca – e dunque per ciò solo più marcatamente speculativo per effetto del riconoscimento al cliente di un *up front*. Questo, a mio modo di vedere, dovrebbe essere soltanto il terzo ed ultimo scenario, anche per i non trascurabili effetti che ne conseguono sul piano non solo giuridico, ma anche della struttura economica del “nuovo” contratto derivato. Il secondo scenario sarebbe, invece, quello della immediata risoluzione del contratto derivato in vigore, senza la previsione di alcuna ulteriore fase di prosecuzione del rapporto. In questa eventualità, la controparte della Banca dovrebbe sopportare integralmente il costo di chiusura, così come dalla stessa Banca determinato. Tuttavia se il cliente ritiene che ci siano state, tanto nel momento delle trattative, quanto successivamente durante la esecuzione del contratto, delle degenerazioni o delle patologie, sarebbe a mio modo di vedere questo il momento più opportuno nel quale il cliente “scontento”, che non ha visto realizzate le prerogative sulle quali aveva fatto affidamento o che addirittura gli erano state assicurate – uso volutamente un termine atecnico – dovrebbe reagire, se del caso anche giudizialmente. In questo contesto, infatti (ricordo l’importanza di soffermare l’attenzione sulla cronologia degli eventi), risulterebbe più agevolmente invocabile un’ampia serie di argomentazioni, comprese quelle che potrebbero trarre fondamento da un collegamento certamente economico (ma non giuridico) con quella che è l’attività abituale di colui che si è determinato a concludere il contratto derivato. In altre parole, in questo momento temporale risulterebbero maggiormente dotate di presa le contestazioni sulla natura, o meno, di copertura del contratto originario; sulla determinabilità del suo oggetto, clausole sul *pricing* e sulla calcolazione del *mark to market* comprese; e sulla determinazione dell’ammontare dei flussi periodici da addebitare alle parti. E ci si potrebbe domandare se gli *up front* eventualmente ricevuti dal cliente abbiano, o meno, la natura di un prestito da restituire (una ricostruzione che personalmente non condivido).

Mi rendo perfettamente conto che anche in queste occasioni, si possono presentare problemi informativi seri. Per cui è chiaro che se all’ipotetico cliente non solo non viene tempestivamente comunicato che il contratto è in perdita e che all’orizzonte non si prospettano miglioramenti significativi, ma anche non gli viene neppure adeguatamente spiegato che, se si stipula un nuovo



contratto con il riconoscimento di un *up front*, questo contratto – lo chiarisce benissimo Emilio nel



suo lavoro – è già aprioristicamente negativo, potranno presentarsi profili di responsabilità conseguenti alla violazione degli obblighi di condotta che gravano sugli intermediari. Ma se così non fosse, e si fosse chiaramente detto alla controparte: “il tuo contratto è ora in perdita; puoi chiuderlo; ti costa il *mark to market*; se non ti va bene puoi farmi causa;” il cliente ha a quel punto tutto sotto mano per scegliere ed eventualmente difendersi nel migliore dei modi. Qualora - ciò nonostante - le parti abbiano deciso di procedere alla rimodulazione del contratto, tale operazione a mio parere risulterà assai più difficilmente attaccabile. Le parti finirebbero per

stringere con effetti novativi una serie di distinti rapporti giuridici e questi ultimi, posto che il diritto di recedere non era stato preventivamente previsto e che l'effetto e le condizioni economiche della anticipata risoluzione consensuale sono semplicemente il frutto di un nuovo incontro della autonomia privata dei contraenti, non dovrebbero poter essere ortopedicamente rivisitati *ex post*. A maggior ragione, se si rispondesse negativamente – come ritengo si debba fare - all'unico quesito che in questa fase ci potremo astrattamente porre. E cioè se esistono soglie insuperabili - anche nell'ambito di contratti aleatori come i derivati - oltre le quali un nuovo contratto non può nascere negativo. Devo però dirvi che le conclusioni alle quali sono appena pervenuto circa la minore attaccabilità dei contratti derivati rimodellati poggiano su un caposaldo, che il mio amico Emilio Girino nel suo libro non condivide. Quello secondo il quale la stipulazione del nuovo contratto derivato “rimodulato” non può che passare attraverso la preventiva risoluzione consensuale di quello originario, determinando così non solo la estinzione per novazione oggettiva di tutte le obbligazioni pregresse, ma anche l'impossibilità da parte di entrambi i contraenti di sollevare in seguito contestazioni di sorta in merito al contratto volontariamente risolto, atteso che l'unico negozio successivamente censurabile sarebbe soltanto l'accordo risolutorio in sé e per sé considerato. Emilio ha una opinione diversa – abbiamo avuto occasione di discuterne tante volte anche in sedi non così piacevoli (perché professionali) come quelle di questa sera. Non di risoluzione si tratterebbe, né accadrebbero effetti novativi – tuttavia anche il professor De Nova si è prima soffermato su questa parte del libro, manifestando qualche sua perplessità. Ci troveremmo, cioè, sempre di fronte allo stesso contratto, in quanto con le c.d. rimodulazioni si procederebbe, più semplicemente, ad una “modificazione” dei soli meccanismi di pagamento studiati sulla base dei differenziali e dei parametri oscillanti che vengono già inseriti all'interno del primo contratto derivato. In definitiva, avremmo a che fare non con dei contratti collegati – qualche interprete ha cercato di sostenere questa tesi, ma mi pare francamente sbagliata - bensì con uno stesso contratto che vede soltanto sostituite alcune sue componenti “secondarie”. Non sono d'accordo, ma non è certo questa la sede per una trattazione analitica e approfondita delle ragioni che mi convincono della mia posizione. Tuttavia, se osserviamo con attenzione le clausole dei diversi contratti, se ragioniamo, come è doveroso, sulla cronologia degli eventi e se riscontriamo che nel primo contratto non si trova una clausola che attribuisca alle parti il diritto di recedere prima del termine di scadenza, dietro il pagamento di un corrispettivo da calcolarsi secondo parametri “controllabili”, quanto meno successivamente, la situazione che viene così a determinarsi mi sembra più complessa di una mera modificazione, tutt'altro che giuridicamente imposta sul versante della banca, di aspetti secondari e marginali.

Avevo promesso di voler terminare il mio intervento anche prima del tempo che mi era stato assegnato, e dunque concludo.

Righi: Noi la ringraziamo. Dottor Fusco, uno dei precedenti interventi ha detto: “alla fine stiamo parlando di una cosa che è nata più o meno trent’anni fa”, ma di questa cosa - che ha trent’anni - il diritto penale si occupa da molto poco.



Fusco: Sì, senz’altro. Intanto devo dire che è sempre un privilegio per un Pubblico Ministero parlare per ultimo, perché normalmente il Pubblico Ministero è il primo a dover prendere la parola e quindi è quello che poi si prende quantomeno gli insulti di tutti gli avvocati che seguono nelle arringhe difensive. Questa sera, il ruolo del pubblico ministero è stato in qualche misura evocato sin dalle prime battute, mi sono appuntato: “è cresciuto il numero di mascalzoni”, e la battuta è stata ripresa, successivamente, il termine magari non era lo stesso. Certo, quello che Lei dice, dottor Righi è verissimo, non capita di spingere il

pulsante di internet, come diceva prima il professor Portale, e di trovarsi di fronte ad una quantità di sentenze, in sede penale, che trattano di derivati. Dobbiamo qui però capirci. Io ritengo che “il derivato” nel penale entra come truffa o come aggio, e l’aggio - come dimostrano alcuni processi celebrati qui a Milano - è stato, da noi pubblici ministeri, considerato una “grande truffa”. Ci sono poi dei casi, dei casi marginali, in cui attraverso i derivati si possono realizzare dei reati di usura, e qui debbo dire siamo nella patologia peggiore. Ma c’è tutta una serie di altri fatti che hanno attinenza coi derivati e che pure generano dei reati che io però definirei collaterali rispetto a quello che è il reato “tipico” che può commettersi strutturando, in un certo modo, un derivato. Si è parlato - altro passaggio in cui il penale è stato in qualche modo evocato - del caso Ifil-Exor. Ebbene, l’operazione Ifil-Exor, descritta con precisione da Giovanni Portioli, è penale. Tra qualche giorno sapremo cosa dirà il Tribunale di Torino. Il Pubblico Ministero è già intervenuto a ribadire le sue conclusioni dopo il deposito della perizia disposta all’esito della discussione. Vedremo cosa dirà il Tribunale di Torino. Però quello Ifil-Exor è un caso di aggio, il derivato che è stato impiegato in quella operazione è molto complesso. Ne ha già parlato Giovanni non torno sull’argomento. Dicevo, però - e qui mi rifaccio alle parole del professor Portale - schiacciando Internet cosa esce? Ecco, schiacciando internet, cosa che anche io ho fatto, nel penale, ho trovato una sentenza della Corte di Cassazione, una sola sentenza della Corte di Cassazione. E’ una sentenza di circa un anno fa, depositata il 13 novembre del 2009, l’udienza era di qualche giorno prima, del 15 ottobre del 2009, ed è una sentenza importante, leggo la massima, molto breve: *“integra il reato di truffa contrattuale la condotta del funzionario di banca, il quale, minimizzando i rischi e non rivelando con completezza tutti gli elementi dell’operazione finanziaria proposta al cliente, nella specie vendita di prodotti finanziari atipici c.d. swaps, consapevolmente tragga vantaggio per conto dell’istituto di credito ai fini della vendita medesima dall’inesperienza e dall’ignoranza in materia del compratore”*. Ha specificato la Corte che: “il reato in oggetto è a consumazione prolungata” ma, questi se vogliamo, sono dettagli più strettamente penalistici sui quali non mi voglio intrattenere visto che si capisce che io sono un po’ marginale in questa discussione fra civilisti e fatta di questioni che giustamente attengono ai contratti derivati, perché questo è il titolo del volume dell’amico Emilio Girino. Ora, volendo a mia volta dare prova di aver letto il volume, perché ognuno lo ha fatto, qualcuno si è spinto anche a indicare il paragrafo, il sotto paragrafo, la pagina - io non avendolo con me non potrò essere così preciso - voglio dire che condivido perfettamente che i derivati non vanno demonizzati e se lo dice il pubblico ministero, quello che nei processi fa sempre la parte del cattivo! I contratti derivati sono come la benzina, dipende da come vengono usati, dice l’autore. E, in questo caso, erano stati evidentemente usati male. Chi agiva, agiva in conflitto di interessi perché la banca - nel caso di cui alla massima della

Cassazione - era controparte diretta, i funzionari di banca traevano anche un'utilità che era parametrata - anche se i funzionari di banca in Italia non guadagnano come i funzionari di banca a Londra o a New York - a benefici sugli avanzamenti di carriera, sugli stipendi; dunque c'erano degli interessi forti. E devo dire che lì il pubblico ministero - lo posso dire con serenità perché non sono io - era stato estremamente coraggioso e bravo anche nell'ipotizzare una circostanza aggravante, quella prevista dall'art. 61 n. 5 del codice penale, ravvisandola proprio nella asimmetria informativa che esisteva tra le parti. E lo dico anche se, poi, la Corte d'Appello non ha ritenuto sussistente tale aggravante.

Precisamente, il PM aveva scritto nel capo d'imputazione che gli imputati avevano "approfittato della c.d. asimmetria informativa, della carenza in capo alle persone offese, investitori non professionali di inesigibili cognizioni tecniche sui derivati valutari ed in generale sul mercato non regolamentato, c.d. OTC, abusando di una posizione dominante, circostanza tale da rendere la difesa dal reato sommamente difficile e le persone offese particolarmente vulnerabili". Ecco, molti casi simili a questo non hanno trovato uno sbocco nel processo penale perché i danneggiati hanno preferito rivolgersi al giudice civile. A Milano c'è una sezione specializzata nella materia dei contratti bancari e tante sono le sentenze nel civile, con motivazioni anche molto dotte, in materia di derivati. Devo dire con buoni risultati per gli avvocati che difendono i clienti delle banche; non sempre vincono, però ci sono ottime *chance* di successo e forse anche questa è ragione dello scarso numero di processi penali per truffa contrattuale. Aggiungo che, certo nel penale bisogna dimostrare qualcosa di più. E, maggiormente in tema di aggio: esemplare è proprio il caso Ifil-Exor perché se noi parliamo di derivati e di aggio, il caso che più di ogni altro viene in mente è proprio quello lì. Io mi sono occupato di Parmalat, di Antonveneta, in cui certamente nella costruzione dell'operazione vi è stato l'impiego di contratti derivati, ma il reato non era il contratto derivato, quindi non avevamo un reato-contratto, anche se nella "operazione incriminata" rientravano pure i derivati. Anch'io cercherò di stare nei tempi perché si è fatta già una certa ora. Però, mi premeva di dire ancora qualcosa sui contratti derivati che hanno un rilievo penale in via collaterale, il secondo tema che avevo all'inizio delineato. Prima di tutto, a me personalmente è capitato - c'è una sentenza anche se solo di primo grado - un caso in cui il contratto derivato è stato utilizzato per commettere una appropriazione indebita da parte di un amministratore di banca in danno della banca e a favore di un cliente. Potrà apparire un caso paradossale eppure questo è un sistema classico per remunerare un soggetto al quale si vuole fare avere - chiamiamolo - un dono, una prebenda, un bonus, e lo si fa in un modo raffinato. Faccio un piccolo passo indietro. Parlando della truffa come reato "tipico" nella materia dei derivati, avevo dimenticato di fare quantomeno un cenno alla vicenda che riguarda le truffe in danno degli enti locali che hanno sottoscritto contratti derivati. A Milano è attualmente in corso un processo che devo dire, ha una eco vastissima - non è che me ne sia dimenticato per invidia anche se, dall'aula affianco, noto che ad ogni udienza di quel processo c'è sempre una calca di giornalisti interessatissimi! Torno al tema di prima, al tema delle prebende realizzate con particolare raffinatezza. Cosa era successo? Qui era capitato che una primaria banca aveva posto in essere con un'altra primaria banca un contratto derivato avente ad oggetto il diritto di vendere - la prima vendeva alla seconda - dieci milioni di azioni TIM ordinarie entro la scadenza di novembre 2004, quindi entro la scadenza di poco più di un anno, un anno e dieci giorni. Per chi è amante di tutti i nomi, delle classificazioni, come l'amico Emilio Girino, questa è una vendita di opzioni put cosiddetta americana, diversa da quella "europea" perché quella europea prevede una scadenza fissa, quella "americana" entro un determinato termine. Ed ecco che



Milano, 11 novembre 2010



la prima banca, cioè quella che vende l'opzione, trae un utile che è - un utile si fa per dire perché niente di utile esiste in questo settore - un *up front* di tre milioni e quattrocentomila euro con valuta in data 6 novembre 2003. Ebbene, questi soldi avrebbero dovuto subito entrare nel conto economico della banca, era un utile, e invece, con un altro sistema particolarmente ingegnoso e raffinato, quello delle partite viaggianti, questa partita, come dice la parola, viaggia e si sposta dal suo conto di pertinenza ad una serie di conti di clienti che si vedono beneficiati di questo inaspettato premio, quindi di questa quota di *up front*. È un sistema con il quale si può creare anche un fondo nero, in modo che la banca si trovi ad avere un patrimonio su cui contare per fare quelle elargizioni meno raffinate, che ognuno definisce come meglio gli piace... Salto varie cose, perché è tardi. Però voglio chiudere facendo due ultime riflessioni. I derivati creano un problema serissimo e già quest'ultimo esempio lo dimostrava, sul piano del trattamento contabile. Sul tema si sono aperte delle grandi consultazioni, con la Consob e con la Banca d'Italia, per chiarire come le banche debbano contabilizzare i contratti derivati che trattano con la clientela. Ecco, il falso in bilancio può essere, anch'esso, un reato collaterale rispetto ad un uso non virtuoso dei contratti derivati, alla benzina che viene usata per l'incendio, come direbbe l'avvocato Emilio Girino, e non per riscaldare gli appartamenti. Molti dei reati di cui stiamo parlando sono reati-presupposto rispetto alla responsabilità della persona giuridica prevista dal decreto legislativo n. 231 del 2001: lo sono il 640 capoverso, il falso in bilancio, lo è anche l'aggiotaggio, che, nell'esperienza specialmente dei procedimenti Parmalat e Antonveneta, ha avuto un enorme impatto. Positivo anche sotto un altro profilo che prima avevo appuntato. Il professor De Nova ha detto che dobbiamo cercare di evitare che si faccia in Italia quello che non si fa a Londra e quello che non si fa a New York attraverso degli strumenti (derivati) che non sono di nostra coniazione ma che provengono dall'estero. Beh, se non altro qui siamo riusciti ad ottenere un'affermazione di principio, per il momento solo a livello di giudice di merito, per cui anche le banche estere, quando sono responsabili per un reato-presupposto commesso in Italia, rispondono ex legge 231 del 2001, quindi anche i soggetti esteri e anche le banche estere che non hanno una sede stabile in Italia, rispondono in base alla legge italiana che prevede la responsabilità amministrativa da reato. Ed a Milano - cito un dato statistico, perché mi hanno insegnato che quando si va ai convegni di un certo *standing* almeno qualche dato bisogna comunque fornirlo - 131 sono, ad oggi, le iscrizioni nel registro degli enti indagati per la responsabilità da reato. Tra queste iscrizioni è vero che solo una minima parte riguarda fatti attinenti ai derivati. Ma proprio in questa materia - quella per la quale noi tutti siamo qui a parlare del volume di Emilio - la *compliance* è indispensabile e, quindi, la necessità per tutti i soggetti che operano in questo settore di uniformarsi al decreto legislativo 231 del 2001. Perché, in questo settore - come abbiamo visto - il rischio di commettere reati-presupposto della legge che prevede la responsabilità degli enti, è molto alto e molti sono i reati che rientrano nel catalogo; quindi è bene che vi sia una mappatura del rischio da reato che può essere commesso attraverso quei contratti derivati usati impropriamente, come benzina per gli incendi. Avrei ancora qualcosa da dire, scorrendo i fogli che ho davanti, ma vista l'ora prometto all'amico Girino di riprenderli in un'altra occasione e mi fermo qui. E ringrazio tutti per la cortese attenzione.

Righi: Grazie dottor Fusco. Avvocato Girino, tocca a lei. L'intervento però, si è fatto tardi, deve coincidere anche con le conclusioni.





Girino: Con le conclusioni...? Mah, io ho un grosso vantaggio, ancora maggiore di quello del PM, che è quello di parlare per ultimo, perché il libro l'ho scritto e quel che sta lì, sta lì... Per tirare le fila del discorso mi lasci soltanto citare un altro autore, un altro libro. Questo autore, in una nota al testo, menziona una celebre bancarotta e dice che l'eroe di questa bancarotta “*dichiarò, davanti alla Corte d'Assise sulla base di prove inconfutabili, di non avere la più pallida idea delle più elementari nozioni bancarie e matematiche. Ciò spiega alla perfezione la sollecitudine che avevano avuto le persone di cosiddetto buonsenso ad affidargli i loro*

capitali”. Questa sembrerebbe, ma non è, la storia dei clienti di Madoff e non lo è per semplici ragioni anagrafiche, perché il signore che l'ha scritta era un amico di Baudelaire e di Mallarmé, era Villiers de l'Isle-Adam, che tutti conoscono, in quanto padre del simbolismo letterario francese. Scrisse queste parole nel 1888! Questo per dire che la memoria umana in materia finanziaria è simile alla memoria umana in materia meteorologica, cioè è irrimediabilmente corta. Ci dimentichiamo di un'estate afosa pochi anni dopo averla vissuta e, analogamente, ci dimentichiamo degli scandali finanziari e di quanto essi hanno comportato, ma soprattutto ci dimentichiamo dei dettagli.

Ricordiamo tutti cosa è successo nel 2008, con strascichi naturalmente non ancora esauriti. Nel 2008 comparvero sulla stampa alcuni articoli abbastanza pungenti in cui venivano raccolte delle testimonianze di protagonisti del crack. Protagonisti del crack che dicevano, confessavano se vogliamo alla fin fine, che dei prodotti all'epoca distribuiti – vi ricordate i famosi *subprime*, CDO, CDS, rimpacchettati e ridistribuiti in varie forme...? – ebbene, di questi prodotti alla fin fine loro, poveretti, non ci capivano più nulla, non sapevano che cosa ci fosse dentro. La cosa scandalizzò per qualche settimana, poi tutti se ne dimenticarono. Ora, io non so se questi signori meritassero compassione piuttosto che comprensione, però questa è una spia, a mio avviso, terribilmente luminosa, di quello che è stato l'atteggiamento, diciamo pure, sino a qui “snobistico” tenuto dal mondo finanziario nei confronti del *diritto* finanziario. E qui cadono acconce le parole che ha pronunciato prima il professor De Nova: “protesto perché parliamo di contratti derivati e Portale vuole portare tutto sui titoli di credito, ma in realtà parliamo di contratti, quindi occupiamoci una volta per tutte di questi contratti”. Lo studio giuridico è fondamentale in materia finanziaria, per una ragione molto semplice: qualunque prodotto presuppone un atto di scambio, però le automobili si fabbricano con la gomma, con l'acciaio e con i cavi elettrici, mentre un prodotto finanziario, e massimamente uno strumento derivato, non si può fabbricare che attraverso norme, patti, accordi, cioè, ancora una volta, contratti. Quindi, occupiamoci in definitiva dei contratti.

Io ho assistito ad un *fil rouge* bellissimo questa sera – d'altronde non mi aspettavo di meno dati gli invitati – e il *fil rouge* consiste proprio in questo: occupiamoci della materia derivativa in maniera scientifica, con un approccio scientifico, dunque non con un approccio emotivo. Perché, ovviamente, di fronte ai numeri strabilianti di cui ci ha parlato prima il professor Onado – che ora purtroppo ha dovuto assentarsi per ragioni personali – di fronte a queste cifre strabilianti noi siamo portati ad avere un brivido, anche se – e qui vengo alla sua introduzione, dottor Righi – quando parliamo di questi volumi, parliamo sempre di nozionali e bisognerebbe riportare il tutto sia ai differenziali sia ai possibili *mark to market*. Noi abbiamo un brivido quando parliamo di questi temi, non ci domandiamo mai come concretamente questi problemi si pongano e invece qui, questa sera, noi lo abbiamo ascoltato. Il problema della differenzialità: ovviamente, è innegabile, non posso dire il contrario, sono dieci anni che lo sostengo e quindi riaffermo a gran vigore in questa sede che il derivato, a mio avviso, sussiste solo là dove esista una componente di differenzialità,

oggi con il conforto, tutt'altro che indifferente direi, anche della Corte Costituzionale. Ma, il problema è non tanto chi ha torto o chi ha ragione da un punto di vista concettuale, perché abbiamo ben colto l'impatto pratico della discussione: qui non sono i giuristi che si beano nel lambiccarsi il cervello per trovare soluzioni più o meno bizantine. Qui i giuristi devono dare una risposta precisa, perché poi queste risposte rimbalzano sul piano pratico. Abbiamo assistito a questo – posso chiamarlo così...? – “scontro dialettico” tra la Consob e il diritto civile o il diritto commerciale, a seconda di dove ci andiamo a posizionare. Una soluzione forse c'è: il dottor Portioli ha definito la mia “brillante”, non lo so, vedete voi, avete ancora la consultazione aperta, potrebbe essere un'idea. Ma, al di là di ciò, questa è la dimostrazione più specifica, più palpabile, del fatto che la qualificazione giuridica dello strumento non è affatto irrilevante, non è una questione per tomi che rimangono nelle polverose biblioteche delle facoltà di giurisprudenza o di economia: ha un impatto pratico immediato. Il professor De Nova prima ci ha spiegato chiaramente quali impatti possono avere temi quali quello del *mark to market* o dell'*up front*. Io adesso non vado a rispondere a Emanuele, l'ho già fatto in altre occasioni, tu le hai definite “meno piacevoli”, non è vero...

Rimini: ...meno piacevoli di questa, stasera facciamo festa!

Girino: ...non c'è dubbio, però per me è sempre piacevole quando posso discutere con te, non sono mai spiacevoli queste discussioni perché, al di là delle fisiologiche contrapposizioni di pensiero, ci conducono sempre a riflessioni molto importanti su quelli che sono i contenuti reali di questa materia, che sono contenuti contrattuali, sono temi negoziali, quindi è inutile continuare, a fronte dello scandalo, a rabbrivire o a strepitare o soprattutto a invocare nuove norme. Perché questo è forse il contributo maggiore che possiamo trarre dalla discussione di stasera. Proprio in questi giorni è in corso il G20 che dovrà varare nuove norme sulla possibile centralizzazione dei derivati OTC – a mio avviso, impossibile se non passando attraverso una standardizzazione che mortificherebbe totalmente il derivato OTC. Però, servono davvero queste nuove regole oppure no? Abbiamo parlato di validità di una clausola di *mark to market* stabilita in modo unilaterale, senza che vengano predefiniti dei criteri: non mi pare che servano nuove regole per dirlo. Dobbiamo chiarire se due contratti siano più o meno collegati o se uno sia la prosecuzione dell'altro o che cosa sia questo benedetto *up front* sul quale tutti abbiamo una nostra idea, ma non ci servono nuove regole, ci servono gli istituti che già abbiamo, dobbiamo applicarli semplicemente in maniera più cosciente, in maniera più approfondita, direi più riflessiva. Finora sui derivati si è molto fatto rumore ma si è riflettuto, a mio avviso, veramente poco. Senza contare che poi il profilo civilistico ha un rimbalzo penale anche di un certo tipo: Eugenio Fusco ci ha detto: “io ritengo che, in sostanza, il derivato, quando usato male, possa essere usato male per una truffa oppure per un aggio”, forse anche per qualcos'altro – mi verrebbe da dire – ma è chiaro che in questi casi noi siamo di fronte a un uso deviato dello strumento. E quando c'è un uso deviato dello strumento? Novantanove su cento – i Maestri civilisti che sono qui stasera ce lo possono confermare – quando, probabilmente, si è andati ad alterare quelle che sono le caratteristiche tipiche, fisiologiche di quello strumento, per piegarlo ad un fine illecito o comunque ad un fine che non è quello suo proprio. Questo a me pare il risultato finale della discussione di questa sera.

Io riterrei di fermarmi qui a questo punto, vorrei soltanto rivolgere un ringraziamento veramente sincero, di cuore a tutti Voi [*rivolto ai Relatori: n.d.r.*]: io Vi sono molto grato per aver accettato questa sera di essere qui con me, non è facile avervi tutti insieme, ma grazie a voi sono riuscito in



questa impresa. Un ringraziamento speciale anche al pubblico che ci ha fatto onore di essere presente. Direi che di derivati questa sera abbiamo parlato veramente troppo, adesso, forse, se ci bevessimo sopra sarebbe meglio... Grazie!

Righi Grazie. C'è.... c'è una domanda dalla sala...

Panzarini: Sono venuto anche per fare un atto di presenza e di ringraziamento per lo sforzo che il professore e grande avvocato Girino ha fatto su questi problemi dei contratti derivati. Perché bisogna dirlo: la prima volta che io ho letto la seconda edizione del tuo lavoro, ho fatto un notevolissimo sforzo e ho visto gli enormi problemi che tu hai affrontato. Vorrei dare un suggerimento, se possibile: se tu potessi, quando avrai tempo e voglia e facendo gli sforzi, dovrai farne una terza edizione, la quale sia più breve e quasi assertiva. Per esempio, c'è un certo punto dove hai detto: "i contratti derivati non sono uguali ai contratti differenziali", c'è un certo punto in cui l'hai detto, beh, è giusto, perché anche un avvocato che non è specialista sul punto deve riuscire a capirlo, e può farlo solo grazie a questo sforzo, e l'unica persona che può fare questo, sei tu!



Scusami che ti butto addosso ancora questa responsabilità... Ma, d'altra parte, siccome sei un Ghisleriano e i Ghisleriani hanno sempre avuto certe capacità di durezza, non foss'altro perché durante il periodo di matricolato erano trattati peggio dei marines americani... notti in cui magari, per quattro ore dovevi marciare nei lunghissimi corridoi del Ghislieri e dire magari tante cretinerie, ma però sempre di una certa...

Girino: ... classe?

Panzarini: ... una certa raffinatezza. Comunque, vorrei dire, è importante quello che tu hai fatto, però c'è bisogno – e capisco che è ancora uno sforzo – di semplificare e di diventare quasi assertivo, come per dire: "sentite, siccome sono pochi quelli che hanno avuto il coraggio di introdursi in questo *mare magnum*, bene, io che mi sono introdotto devo avere anche il permesso e l'autorità di semplificare" - poi vengano altri, siano utili, siano decisivi, dicano pure quello che va detto. Questo è molto importante, è uno sforzo, è un lavoro enorme, perché io ti garantisco che ho fatto uno sforzo notevole: però ho visto che ci sono dei risultati che possono diventare assertivi, possono diventare ormai degli assiomi. Io sono sempre stato convinto che il diritto ha bisogno degli assiomi, perché abbiamo bisogno tutti di poterci basare su certe massime che aiutino la vita e che aiutino anche la professione e la semplificazione. Grazie comunque, sono lieto e del resto io ho capito che quello che ti ha spinto a far tutto è quando tu hai letto in un – non mi ricordo più quale – autore americano che i *derivative contracts* sono il lato selvaggio della finanza... Sì, c'è uno che l'ha detto e non mi ricordo più chi è. Allora subito il professor Girino è stato attratto. Avendogli detto che questo era un punto selvaggio e quindi bisognava avere coraggio e precisione ha subito un'attrazione fatale. Bravo, e comunque, insisti. La terza edizione deve essere anche abbastanza veloce perché io ho una certa età...

Girino: Bene! Ho 150 testimoni che possono testimoniare che il professor Panzarini mi ha autorizzato ad essere breve! Grazie a tutti, veramente...!



IL DIRITTO PRIVATO OGGI
Serie a cura di Paolo Cendon

EMILIO GIRINO

**I CONTRATTI
DERIVATI**

Seconda edizione

Prefazione di
PIERGAETANO MARCHETTI

 GIUFFRÈ EDITORE

**QUALE FUTURO
PER I DERIVATI
FINANZIARI?**

**Giorgio De Nova
Eugenio Fusco
Marco Onado
Giuseppe B. Portale
Giovanni Portioli
Emanuele Rimini**

Stefano Righi

Milano, 11 novembre 2010

 **IDEM**
Borsa Italiana