

Umberto Eco inedito

Una intervista di Livio Zanetti, 16 pagine da staccare e conservare

Domenica
2,50 euro*
l'Espresso+la Repubblica

L'Espresso

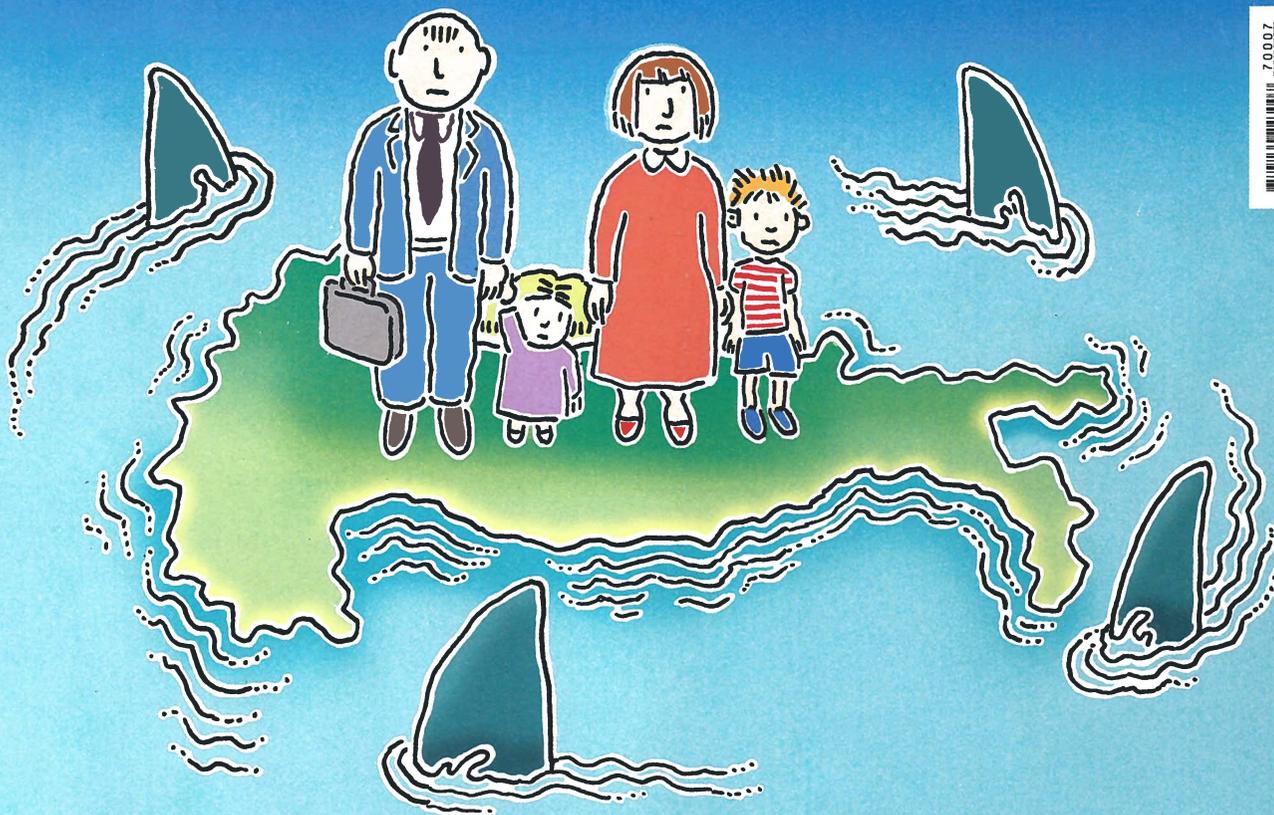
* In Italia abbinamento obbligatorio alla domenica

Gli altri giorni solo l'Espresso €3,00

Settimanale di politica cultura economia · www.lespresso.it

N. 7 anno LXIII 12 febbraio 2017

ESCLUSIVO I contratti segreti che hanno svenduto l'Italia alle banche



Derivati

di Luca Piana

Poste Italiane s.p.a. sped. in A.P.D.L. 353/03 (conv. in legge 27/02/04 n. 46) art. 1 comma 1 DCB Roma - Austria - Belgio - Francia - Germania - Grecia - Lussemburgo - Olanda - Portogallo - Principato di Monaco - Slovenia - Spagna € 5,50 - C.T. Sfr. 6,60 - Svizzera Sfr. 6,80 - Inghilterra £ 4,70

Deriva di Stato

**I derivati segreti
che hanno svenduto
l'Italia alle banche.
Il governo li ha
sempre nascosti.
L'Espresso
ora li rivela**

di **LUCA PIANA**

(Multicurrency—Cross Border)

ISDA[®]

International Swap Dealers Association, Inc.

MASTER AGREEMENT

dated as of ..10.. January 1994...

Morgan Stanley
Derivative Products Inc. and Republic of Italy

have entered and/or anticipate entering into one or more transactions (each a "Transaction") that are or will be governed by this Master Agreement, which includes the schedule (the "Schedule"), and the documents and other confirming evidence (each a "Confirmation") exchanged between the parties confirming those Transactions.

~~TOP SECRET~~

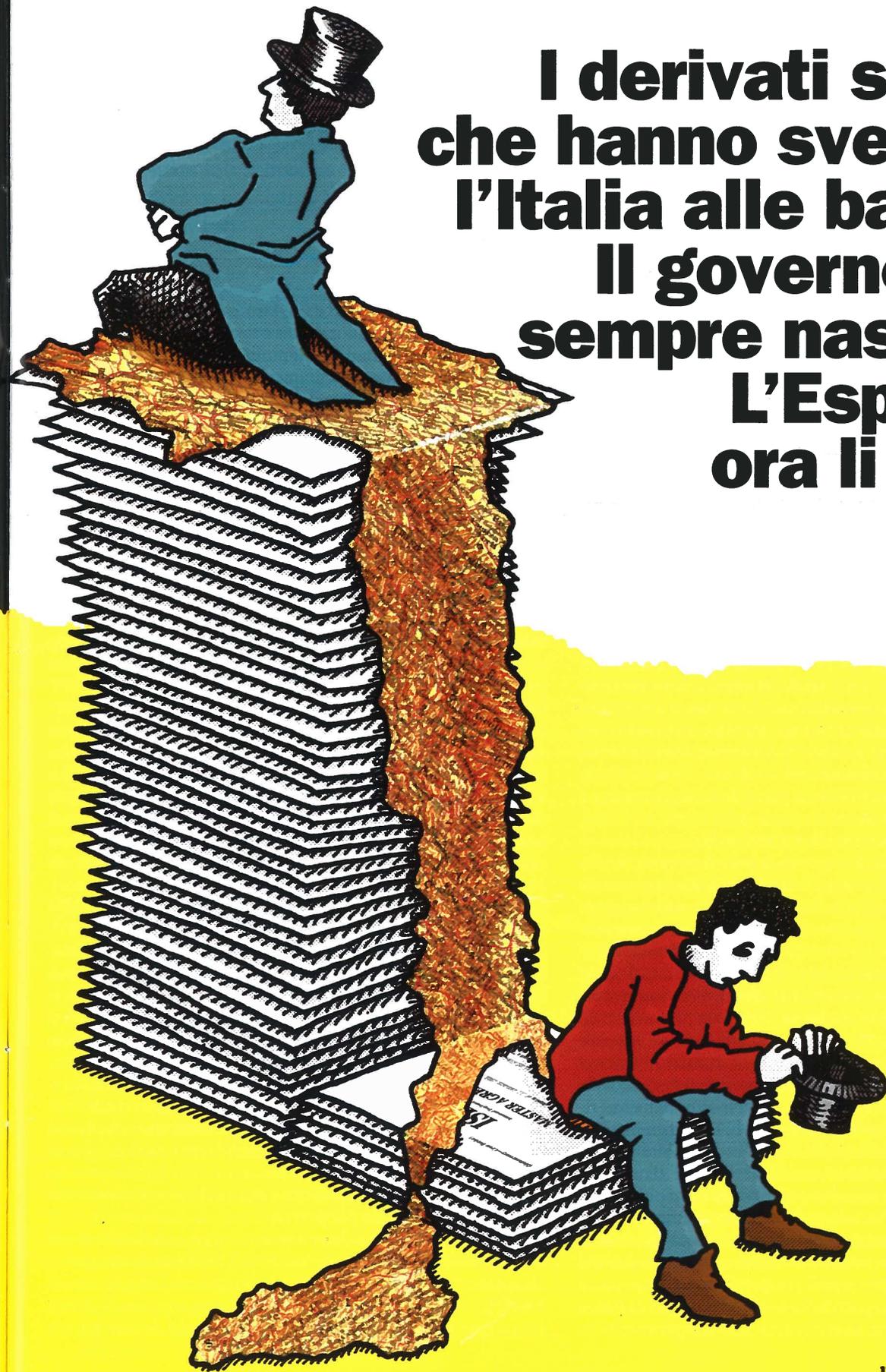


Illustrazione di
Daniele Zendroni

Ecco cosa contenevano questi contratti, chi li ha firmati e quanto sono costati ai contribuenti

L LINGUAGGIO È L'INGLESE STANDARD delle banche d'affari. I termini utilizzati sono spesso tecnici, com'è naturale quando si tratta di strumenti finanziari complessi. Le cifre in gioco appaiono astronomiche, un miliardo di dollari, un miliardo e mezzo di sterline: tre miliardi di euro. Soprattutto, però, ci sono tutti gli elementi per ricostruire un suicidio finanziario a cui l'Italia si è sottoposta, accettando di incassare alcune decine di milioni di euro come contropartita di contratti che, nel giro di pochi anni, l'hanno poi costretta a sborsare trenta volte tanto.

Si presenta così, in un fascicolo di quasi 300 pagine, la soluzione a uno dei misteri meglio custoditi d'Italia: gli strumenti derivati sottoscritti dal Tesoro con alcune banche internazionali che, anno dopo anno, stanno costando alle casse pubbliche un flusso ininterrotto di perdite miliardarie. Per la prima volta, infatti, l'Espresso è in grado di pubblicare i contenuti di un pacchetto di contratti che nei primi giorni del 2012 misero il governo di Mario Monti con le spalle al muro, costringendolo a versare 3,1 miliardi di euro nelle casse della banca americana Morgan Stanley. Quando la notizia trapelò, a dispetto dei tentativi del Tesoro di far passare l'operazione sotto silenzio, la questione dei derivati esplose con virulenza, determinando indagini parlamentari, inchieste da parte della magistratura e dando il via a un accertamento da parte della Corte dei Conti, che sta valutando una richiesta danni miliardaria.

Nonostante il pressing dell'opinione pubblica, però, fino a oggi i contratti siglati dallo Stato con Morgan Stanley o con le altre banche internazionali non hanno mai passato la barriera di riservatezza eretta dal Tesoro. Il governo e le istituzioni respingono le richieste che arrivano da più parti per poterli visionare, al fine di capire come ha fatto il ministero a impelagarsi in una serie di operazioni finanziarie che diversi osservatori giudicano eccessivamente rischiose. I derivati, infatti, sono strumenti che permettono a chi li sottoscrive di muovere cifre enormi, impegnando un capitale iniziale ridotto. Possono avere una loro utilità, se concepiti per proteggersi dagli scossoni dei mercati. Ma possono anche rivelarsi estremamente rischiosi, se utilizzati con un fine speculativo. Di qui gli interrogativi che sono nati sull'operato del Tesoro: soltanto nel quinquennio dal 2011 al 2015, stando agli ultimi dati noti, i derivati hanno avuto un impatto negativo sui conti pubblici di 23,5 miliardi di euro, fra interessi netti pagati alle banche e altri oneri connessi. E ancora: gli ultimi conteggi disponibili dicono che gli strumenti tuttora in essere nel portafoglio del Tesoro presentano perdite potenziali per ulteriori 36 miliardi di euro. Fatti due conti si può dedurre che al governo di Paolo Gentiloni basterebbe non avere questa zavorra per evitare la

manovra di aggiustamento da 3,4 miliardi di euro che l'Unione europea ha chiesto all'Italia.

Alla luce di questi numeri, in molti hanno provato a capire che cos'è davvero successo in questa zona segreta dell'attività dello Stato. Con un'azione pilota, il giornalista Guido Romeo, fondatore della onlus "Diritto di sapere", ha chiesto di accedere ai contratti prima al Tesoro, poi al Tar del Lazio, infine al Consiglio di Stato. Niente da fare, su tutti e tre i fronti. Nel 2015 la Commissione Finanze della Camera ha condotto un'indagine conoscitiva sul fenomeno, senza ottenere i documenti. Infine un gruppo di parlamentari del Movimento 5 Stelle si è rivolto alla Commissione che a Palazzo Chigi regola l'accesso agli atti della pubblica amministrazione. Zero risultati.

Oggi, finalmente, eccoli. Quando Morgan Stanley bussò alla porta del neo-premier Mario Monti, nelle ultime settimane del 2011, era un periodo già di per sé difficile: la crisi dello spread stava mettendo a dura prova i conti pubblici e molti paventavano un default dell'Italia. Il maxi esborso da 3,1 miliardi di euro fece sensazione ma, da quel momento, le preoccupazioni non sono diminuite, viste le nuove perdite che sono andate materializzandosi su altri derivati. Le banche coinvolte in questo genere di operazioni sono diciannove, da J.P. Morgan a Ubs, da Deutsche Bank a Goldman Sachs, stando a una lista diffusa qualche tempo fa dal ministero. Ma al di là dei nomi, poco si sa. Non sono note le posizioni del Tesoro con ognuno degli istituti interessati, con quali ci sta guadagnando e con quali perdendo, quali motivi hanno determinato la scelta di firmare alcuni specifici contratti e quali analisi di rischio sono state condotte prima di farlo.

Ecco perché il caso Morgan Stanley, al di là del tempo trascorso, resta di grandissima attualità. Quei derivati ormai chiusi rappresentano infatti la punta di un iceberg costituito da decine e decine di contratti per ora ignoti, che i vari governi hanno sempre voluto mantenere il più possibile sotto il pelo dell'acqua. «La divulgazione», è la posizione espressa da Pier Carlo Padoan, ministro dell'Economia, «avrebbe riflessi pregiudizievole che determinerebbero uno svantaggio competitivo» dell'Italia rispetto alle banche e agli «altri Stati che fanno uso di questi strumenti». Tuttavia, anche senza rivelare i particolari più minuti, nel faldone di documenti che hanno portato al maxi esborso del 2012 balzano agli occhi alcuni aspetti che meriterebbero risposte più precise.

I contratti che hanno determinato il maxi salasso di cinque anni fa sono principalmente quattro. Due sono di un genere chiamato "interest rate swap", spesso indicato con le iniziali "Irs"; gli altri due nel gergo finanziario vengono invece definiti "swaption". L'Irs è un accordo che vincola le due parti a

Confidentiality. This Schedule is proprietary and confidential to Morgan Stanley Derivative Products Inc. and may not be duplicated, disclosed to third parties or used for any purpose not expressly authorized by Morgan Stanley Derivative Products Inc., except that Party B may disclose the provisions hereof to the extent such disclosure is required (i) by any regulatory body having jurisdiction over Party B. (ii) pursuant to a subpoena or order issued by a court of competent jurisdiction or by a judicial or administrative or legislative body or committee or otherwise by law, or (iii) in connection with any audit of Party B's business.

scambiarsi un flusso d'interessi, a scadenze e tassi prefissati. Nel più tipico dei casi, il Tesoro si impegna una volta l'anno a versare alla banca un tasso fisso pari, ad esempio, al 4 per cento di una cifra indicata come riferimento (tipo un miliardo di euro); la banca al contrario versa al Tesoro un tasso variabile, ad esempio l'Euribor. Se l'Euribor vale più del 4 per cento, ci guadagna lo Stato; se vale meno, la banca. A questa struttura, le swaption aggiungono un tassello. Si tratta di opzioni che il Tesoro ha venduto alle banche e che, in un momento successivo, permetteranno loro di entrare in un Irs o in un altro genere di swap, a tassi definiti già in partenza. Ovviamente, quando l'opzione sarà esercitabile, la banca lo farà solo se le condizioni di mercato saranno a lei favorevoli.

I documenti che l'Espresso ha potuto consultare, in realtà, mostrano che le operazioni intraprese con Morgan Stanley non sono state fissate una volta e mai più toccate. I contratti sono infatti stati ridiscussi a più riprese, in alcuni casi quando la versione precedente aveva poche settimane di vita. È quindi più corretto parlare di quattro "famiglie" di derivati, incatenati l'uno all'altro. Anche qui il lessico della finanza prevede una parola ad hoc: si dice che i contratti vengono "ristrutturati", cioè che le condizioni vengono modificate cambiando l'entità degli interessi, piuttosto che la durata. Perché in alcuni casi questo sia avvenuto nel giro di pochissimo tempo, accrescendo in misura sensibile i rischi a cui il Tesoro si sottoponeva, è uno dei misteri che la semplice lettura degli atti non chiarisce.

UNA SORPRESA PER MONTI

Per inquadrare bene i fatti, bisogna partire dalla fine, e cioè dai drammatici giorni di metà novembre 2011 in cui stava cadendo l'ultimo governo di Silvio Berlusconi. Con i mercati in subbuglio e il fiato dei grandi organismi internazionali sul collo del successore Monti, Morgan Stanley invia al Tesoro una serie di sei memorandum «strettamente privati e confidenziali» nei quali affronta una discussione delicata. Il primo è datato 14 novembre, il giorno stesso dell'incarico di governo a Monti, l'ultimo risale invece al 20 dicembre. In quei documenti la banca americana sottopone ai dirigenti del ministero dell'Economia la decisione di esercitare una clausola presente in un vecchio accordo di 18 anni prima, datato 10 gennaio 1994, chiudendo anticipatamente tutti i contratti derivati sottoscritti da allora con il Tesoro e incassando sull'unghia svariati miliardi di dollari. Che cosa diceva quella clausola?

La risposta si trova nel documento originale del 1994, anzi in un allegato del cosiddetto "Isda master agreement", una specie di accordo quadro firmato quando il direttore generale del Tesoro era Mario Draghi, oggi presidente della Banca cen-

trale europea. A pagina 7 dell'allegato è esplicitato quello che viene definito "Exposure Limit". Semplificando al massimo, il senso è questo: se il valore di mercato dei derivati sottoscritti con il Tesoro è favorevole a Morgan Stanley e supera la soglia di 50 milioni di dollari, la banca può decidere di chiudere in anticipo tutti i contratti, esigendo dal governo il pagamento dell'intera cifra.

Per inquadrare bene il peso specifico di questa clausola, bisogna capire che cos'è il valore di mercato di un derivato, detto anche "mark to market". Come abbiamo visto in precedenza, questo genere di strumenti prevede uno scambio di quattrini fra le due parti. Il valore di mercato del contratto, dunque, è la stima del flusso netto dei pagamenti che avverranno fra il Tesoro e la banca per l'intera durata del derivato, calcolato in base alle attuali condizioni di mercato. Quando si dice che il "mark to market" dei derivati del Tesoro è negativo per 36 miliardi, significa che, con le correnti condizioni dei tassi, il governo durante la vita residua dei contratti pagherà alle banche 36 miliardi in più di quanto riceverà da loro in termini di interessi. Le condizioni di mercato naturalmente variano, e il Tesoro ha sempre sostenuto che parlare di perdite future è fuorviante, perché la situazione potrebbe migliorare. Vero, come però è altrettanto vero che gran parte di quelle perdite sono attese verificarsi negli anni più prossimi, quando la probabilità che effettivamente si concretizzino è più elevata.

Ecco il punto: quando Morgan Stanley si rivolge al Tesoro, nel novembre 2011, il valore di mercato dei derivati supera già in maniera abnorme la soglia di 50 milioni di dollari definita nel 1994. Il dettaglio viene messo nero su bianco in uno dei rari documenti scritti in italiano nella corrispondenza fra le due parti, un memorandum datato 22 novembre 2011. In questo appunto vengono elencati sei contratti che la banca intende chiudere o trasferire a altre controparti, il cui valore di mercato è negativo per il Tesoro per 3,5 miliardi di dollari, settanta volte il livello d'allarme di 50 milioni indicato nel "master agreement" di 18 anni prima. ➤

Carte riservate

I derivati con Morgan Stanley ricadevano sotto un accordo quadro detto "Isda master agreement", il cui frontespizio è riportato a pagina 20. Qui sopra c'è la clausola in cui si stabilisce che solo la banca può autorizzare la diffusione dei contenuti, a meno che l'ordine non arrivi da una corte o da altre istituzioni

Una clausola ignorata dal Tesoro ha obbligato il governo a versare più di 3 miliardi a Morgan Stanley

Date le sue dimensioni, è del tutto evidente che quel "buco" non si era formato nel giro di pochi giorni, ma in un periodo ben più lungo, e che quota 50 milioni era stata superata già da diversi anni. Perché allora la banca americana ha aspettato così tanto tempo per presentarsi all'incasso? E perché il Tesoro ha lasciato che il "mark to market" dei derivati sottoscritti con Morgan Stanley si gonfiasse fino a un livello così insostenibile ma nel frattempo, come vedremo più avanti, non ha smesso di fare nuovi contratti con l'istituto?

L'ENFASI MANCATA

Nei documenti della banca americana una risposta alla prima domanda si rintraccia in una lettera spedita a cose fatte a Maria Cannata, responsabile della direzione debito pubblico del Tesoro, nella quale Morgan Stanley sostiene che le autorità degli Stati Uniti e della Gran Bretagna avevano acceso un faro sui rischi presenti nel suo portafoglio, di fatto chiedendo all'istituto di esercitare la clausola per mettere al sicuro i profitti maturati. La lettera, inviata su richiesta della stessa Cannata, si chiude con una frase che suona come un atto di disponibilità, dopo una vicenda che al Tesoro doveva essere rimasta sullo stomaco: «Speriamo di lavorare con voi per raggiungere una soluzione accettabile per entrambi».

Più difficile da digerire rischia di essere la risposta alla domanda sul perché il Tesoro non aveva smesso di fare derivati con l'istituto, quando già erano state superate le condizioni della clausola che metteva Morgan Stanley in una posizione di forza. Si tratta di un fatto importante, perché invalida qualsiasi motivazione tecnica potessero avere i contratti: che senso ha stipulare un accordo che dovrebbe, ad esempio, garantire il Tesoro da un'evoluzione indesiderata dei tassi o dei cambi, se già al momento della firma la banca è nelle condizioni di chiudere il contratto e esigere il pagamento del valore di mercato?

Per spiegare ciò che sembra apparentemente inspiegabile, bisogna ricorrere a un documento diverso dai contratti e dalle lettere della banca. Si tratta di una perizia scritta all'inizio del 2015 per la procura di Roma da un professore dell'Università di Tor Vergata, Ugo Pomante. I magistrati della capitale avevano avviato un'indagine nei confronti di Monti e Padoa-Schioppa sul caso Morgan Stanley, sollecitati dalle denunce presentate da due associazioni dei consumatori, Adusbef e Federconsumatori. L'indagine si è conclusa con una richiesta di archiviazione, accolta dal Tribunale dei ministri, ma la perizia presenta lo stesso alcuni passaggi di grande interesse, che fanno nascere un dubbio: al Tesoro non tutti erano a conoscenza della clausola incriminata. E chi doveva occuparsene, forse non ne ha valutato le conseguenze con la necessaria attenzione.

Nella sua perizia Pomante non esclude che, al momento del master agreement del 1994, la clausola avesse una sua legittimità. Osserva però che una soglia così bassa com'erano i 50 milioni di dollari rendeva necessario come minimo un monitoraggio costante della situazione dei contratti, al fine di essere coscienti dei rischi che si correvano. E sostiene che, una volta avvicinata la soglia, il Tesoro avrebbe dovuto «evitare di stipulare nuovi contratti con Morgan Stanley, in quanto ciò avrebbe accresciuto il valore nominale complessivo dell'esposizione in derivati, accrescendo di conseguenza il rischio di allontanarsi ulteriormente dalla soglia stessa». Il problema, dice il perito, è che, in base alla documentazione esaminata, nessuno sembra aver preso in considerazione le possibili conseguenze del contratto. «È lecito ipotizzare che tale indifferenza sia figlia del fatto che il Ministero dell'Economia ignorasse l'esistenza della suddetta clausola», scrive Pomante, citando una testimonianza di Maria Cannata, nella quale la dirigente sostiene di «non aver avuto conoscenza di tale clausola sino al momento in cui il Tesoro ha dovuto assorbire il pacchetto di contratti della ex Infrastrutture Spa», e cioè nel luglio 2007. A conferma di una mancata valutazione che si è rivelata fatale, Pomante cita anche una e-mail inviata alla stessa Cannata da un altro funzionario del Tesoro, Fabrizio Tesseri: «Ritengo doveroso sottolineare come ci si sia ritrovati in questa "difficile" situazione per l'esistenza stessa della clausola (...) per la mancata enfasi posta dalla controparte sull'importanza della stessa fino a pochissimo tempo fa», scrive Tesseri nel documento, sottolineando - con tanto di punto esclamativo finale - come «con altre controparti abbiamo lavorato anni per l'eliminazione di clausole ben meno importanti!».

Dopo gli appartamenti e le polizze vita a insaputa dei beneficiari, scopriamo così che in Italia esistono anche i contratti con clausole ignote a chi dovrebbe gestirli. Da altre testimonianze già emerse in precedenza, si sa che il Tesoro si è sempre detto convinto che quella clausola non sarebbe stata esercitata e che la soglia di 50 milioni di dollari era già stata superata «da almeno dieci anni», come ha avuto modo di raccontare Maria Cannata. Mettendo insieme questi elementi con quelli che emergono ora dai documenti esaminati dall'Espresso, dunque, il problema è che gran parte del salasso di 3,1 miliardi subito dal Tesoro nei primi giorni del 2012 è dovuta a derivati stipulati o rinegoziati in anni in cui la clausola era, per così dire, già "attivata". E avrebbe dovuto, di conseguenza, sconsigliare la firma di nuovi accordi con la banca americana.

Nel dicembre 2003, ad esempio, viene rinegoziata una swaption venduta a Morgan Stanley nel 1999. Anche qui è necessario semplificare un po', perché si tratta di accordi

Voragine nei conti pubblici

dati in miliardi di euro

Anno	Flusso degli interessi dei derivati dello Stato	Altri effetti di aggiustamento	Totale Annuo*
2011	-2,1	-0,2	-2,4
2012	-3,8	-1,6	-5,5
2013	-2,7	-0,8	-3,5
2014	-3,6	-1,8	-5,4
2015	-3,1	-3,5	-6,7
Totale effetti negativi sul debito 2011-2015			-23,5

* Le somme riportate sono calcolate con i numeri originali delle prime due colonne, non troncati dopo la prima cifra decimale. Per tale motivo alcune cifre possono sembrare leggermente disallineate rispetto a quelle della prima e della seconda colonna

I dati della tabella fotografano due diversi effetti che i derivati hanno sul bilancio pubblico. La prima colonna quantifica il flusso degli interessi versati alle banche ogni anno, al netto degli interessi incassati dalle stesse. Il fatto che i numeri siano negativi significa quindi che il Tesoro ha pagato più interessi di quanti ne abbia incassati. La seconda colonna, invece, riporta altri effetti legati alle operazioni in derivati, come ad esempio le passività generate dal riacquisto di swaption, la cancellazione di contratti o la loro ristrutturazione.

Fonte: Elaborazioni su dati Istat

MORGAN STANLEY

28 October 2004

To: THE REPUBLIC OF ITALY

Attn: [REDACTED]

Fax: [REDACTED]

From: Morgan Stanley & Co. International Limited (regulated by the FSA)

Re: Swaption Transaction Ref. No. EBAAU

THIS CONFIRMATION AMENDS AND RESTATES IN ITS ENTIRETY THE PREVIOUS CONFIRMATION FOR THIS TRANSACTION REFLECTING AN INCREASE IN THE NOTIONAL AMOUNT FROM TWO BILLION TO THREE BILLION EUROS EFFECTIVE AS OF 02 AUGUST 2004 AND AMENDMENTS TO:

L'opzione peggiore

Qui a fianco è riportato un dettaglio del contratto dell'ottobre 2004 che modifica una swaption firmata appena due mesi prima. Morgan Stanley esercitò l'opzione prevista dal contratto nel 2005, entrando in uno swap molto svantaggioso per il Tesoro, che per chiuderlo dovette versare 1,35 miliardi di euro

Una swaption fu modificata a tempo record per incassare un premio. Ma la scommessa si rivelò disastrosa

molto complessi. Il vecchio contratto permetteva alla banca di entrare, a partire dal 2014, in un Irs del tipo classico: se lo avesse esercitato, Morgan Stanley per i successivi 25 anni avrebbe pagato al Tesoro un tasso variabile pari al Libor a 6 mesi su un valore nominale di un miliardo di sterline, incassando in cambio un fisso pari al 5 per cento. Quando dopo quattro anni il contratto viene rinegoziato, il Tesoro sembra fare una scommessa ancora più impegnativa su un futuro andamento rialzista dei tassi. Posticipa al 2028 la data in cui Morgan Stanley potrà esercitare la swaption; allunga la durata dello swap che ne nascerebbe di altri cinque anni, portandola a complessivi trent'anni; e soprattutto gonfia da 1 a 1,5 miliardi di sterline il valore nominale a cui si applicano i tassi per determinare i pagamenti che ne verrebbero.

Una serie di rinegoziazioni caratterizza anche un'altra swaption, venduta dal Tesoro nel 2002, modificata leggermente nel settembre 2006 e in maniera più radicale appena due anni più tardi, nell'agosto 2008. Anch'essa verrà chiusa, esattamente come la precedente, con l'accordo di fine 2011, con un pesante esborso per il Tesoro. Dalla lettura dei contratti e dalle considerazioni di Pomante emerge una possibile ragione di questi due contratti. Entrambi sono collegati a altri derivati, degli swap sulle valute. Vendere le opzioni a Morgan Stanley, una mossa che il perito definisce «poco prudente», aveva come contropartita una riduzione degli oneri che il Tesoro pagava su questi ulteriori swap. Sta di fatto che, come abbiamo visto dal memorandum del 22 novembre 2011, tutti e quattro i contratti alla fine presentavano valori di mercato fortemente negativi per il Tesoro (in totale: oltre 2 miliardi di dollari), che è stato costretto a sborsare cifre consistenti per chiudere entrambe le swaption e rimodulare i contratti sulle valute. Insomma, in cambio di un beneficio di cassa immediato, il ministero ha accettato di caricarsi di rischi che, al dunque, gli si sono scatenati contro. Certamente poteva andare diversamente ma, come osserva Pomante, per coprirsi dai rischi le opzioni andrebbero comprate, non vendute.

BASTEREBBE UNA MOZIONE

Questa strategia traspare in maniera ancora più evidente dal più pesante dei contratti che Morgan Stanley ha deciso di chiudere in quelle prime, durissime settimane del governo Monti. L'operazione nasce il 12 luglio 2004, quattro giorni prima che l'allora premier Berlusconi promuovesse ministro dell'Economia il professore torinese Domenico Siniscalco, che conserverà insieme alla nuova carica quella di direttore generale del Tesoro, dove l'aveva portato Giulio Tremonti. Visti a posteriori, i termini dell'operazione mettono i brividi.

Il Tesoro vende all'istituto americano una swaption che potrà essere esercitata appena un anno più tardi, il 26 agosto 2005. Passano poche settimane e il 28 ottobre l'opzione viene rinegoziata, cambiando in parte i termini dell'Irs che Morgan Stanley potrà imporre esercitandola. Se con il primo contratto il valore nominale a cui applicare i tassi era pari a 2 miliardi di euro, con il secondo sale a 3 miliardi. Questo significa che aumenteranno in maniera cospicua i flussi d'interessi che le due parti si scambieranno ma è chiaro che la banca ha il coltello dalla parte del manico: eserciterà la swaption soltanto se i tassi saranno a sua favore, dando vita a un contratto che legherà le due parti fino al 2035. Ma perché il Tesoro si è invischiato in un'operazione del genere? Forse per i premi che ha incassato: 29 milioni con la vendita della prima opzione, più altri 18 con la rinegoziazione. Il totale fa 47 milioni. Purtroppo l'estate successiva i nodi vengono al pettine: Morgan Stanley esercita la swaption, entra in un Irs che al Tesoro costa moltissimo: alla fine del 2011 il suo valore sarà negativo per 1,57 miliardi di dollari. Per chiuderlo la banca americana esigerà l'intera cifra, incassando 1,35 miliardi di euro. Quale poteva essere la ratio di una simile operazione? Il professor Pomante tenta un'interpretazione: «Può essere una strategia di gestione del debito pubblico in grado di definire, in ipotesi di esercizio dell'opzione, un tetto massimo all'indebitamento a tasso fisso in euro». Una sottigliezza che si scontra con un conto più banale ma, forse, non meno vero: nel 2004 il Tesoro ha voluto incassare 47 milioni di euro, puntando sul fatto che i tassi sarebbero saliti. Non è successo, e la scommessa gli è costata una perdita pari a 33 volte tanto.

La lettura dei contratti originali, dunque, fa nascere molti interrogativi. Uno di questi riguarda la natura della riservatezza che il Tesoro ha imposto sui derivati. Il ministro Padoan, che dalla sua ha il merito di aver rinunciato a questo genere di strumenti, limitandosi a ristrutturare quelli che i predecessori gli hanno lasciato in scomoda eredità, ha certamente le sue ragioni per motivare il rifiuto. Ma resta forte il sospetto che qualcosa, negli anni della finanza creativa, non abbia funzionato. E per scardinare il segreto un suggerimento potrebbe venire proprio dalla clausola di riservatezza presente nel già citato allegato del "master agreement" del 1994. Dice che i contenuti dell'accordo possono essere divulgati solo con l'autorizzazione di Morgan Stanley. Ma che la "parte B", ovvero il Tesoro, può divulgarli se a chiederli sono alcune istituzioni, fra le quali è citato un "order" di un "legislative body". Forse, dunque, basterebbe una mozione del parlamento per iniziare a fare chiarezza. Chissà se una simile clausola è presente in tutti i contratti, anche quelli sottoscritti con le altre banche. ■

Dizionario di una catastrofe

Cosa vuol dire "contratti derivati"

CHE COSA SONO

I contratti derivati sono strumenti che impongono alle parti che li sottoscrivono di scambiarsi flussi finanziari, a condizioni e a scadenze predeterminate. Prendono il nome dal fatto che il loro valore "deriva" dalle quotazioni di mercato di alcuni fattori a cui sono legati, come i cambi di una valuta o i tassi d'interesse.

I PIÙ DIFFUSI

I più presenti nel portafoglio del Tesoro sono i cosiddetti "Interest rate swap" (o Irs), che significa "scambio di tassi d'interesse". In genere sono del tipo "tasso fisso" contro "tasso variabile". Un esempio può essere questo: dato un valore di un miliardo di euro, detto nominale, prevedono che una volta l'anno il Tesoro verserà alla banca il 4 per cento di un miliardo (il "tasso fisso"), mentre la banca verserà al Tesoro il tasso Euribor applicato a un miliardo (il "variabile"). Se l'Euribor sarà sopra il 4 per cento, ci guadagnerà il Tesoro; se sarà sotto, la banca.

PERCHÉ SI FANNO

Se ben costruiti, possono avere una finalità assicurativa: quando i tassi d'interesse aumentano, il Tesoro è costretto a corrispondere agli investitori che comprano titoli di Stato interessi più elevati. In linea teorica, un Irs può dunque scaricare sulla banca controparte il costo aggiuntivo di un irrigidimento dei tassi.

LE PAURE

Come si intuisce dall'esempio, i derivati possono muovere enormi quantità di denaro senza investimenti iniziali. Ci si può guadagnare molto, se i mercati si muovono nelle condizioni a noi favorevoli; allo stesso modo si possono perdere cifre colossali. La loro rischiosità è nota da tempo, visto il ruolo avuto in alcuni casi di fallimento che hanno fatto storia, dalla banca inglese Barings (1995) alla compagnia energetica texana Enron (2001). I derivati sono stati chiamati in causa anche per il default della Grecia, che li ha utilizzati per nascondere le vere condizioni dei conti pubblici.



Il ministro Pier Carlo Padoan ha difeso i motivi della riservatezza sui contratti

QUANDO NASCONO

Il governo italiano inizia a fare ricorso ai derivati negli anni Ottanta, per proteggersi dalle perdite potenziali sui titoli di Stato emessi in valuta estera, in un periodo in cui la lira era soggetta a forti svalutazioni. I primi sono del tipo "cross currency swap", legati dunque al cambio della lira (e poi dell'euro).

LE REGOLE DI DINI

Il 10 novembre 1995 il premier Lamberto Dini firmò un decreto con regole >

Amarissimo profitto

Per vendere e modificare la swaption riportata nella figura di pagina 25, il Tesoro incassò un duplice premio. Come si vede dal dettaglio a sinistra, il premio fu di 29 milioni per il contratto originale e di altri 18 per la modifica. Alla fine però il Tesoro ci ha perso una somma 33 volte più grande di quella incassata

Seller:

Buyer:

Premium:

Premium Payment Date:

Additional Premium:

Premium Payment Date:

Exercise Business Day:

Procedure For Exercise:

Expiration Date:

Earliest Exercise Time:

Expiration Time:

Written Confirmation of Exercise:

Partial Exercise:

Written Confirmation of Exercise:

Automatic Exercise:

Party B

Party A

EUR 29,000,000

8 July 2004

EUR 18,028,485

1 September 2004

Rome

26 August 2005

9:00:00 Rome Time

11:00:00 Rome Time

Applicable

Inapplicable

On the expiration date and the expiration time indicated above, Party A will communicate to Party B by fax its intention to exercise the Swaption

Applicable

La Corte dei Conti ha avviato un'indagine per danni, chiamando a comparire i vertici del Tesoro

più precise per la sottoscrizione dei derivati, ampliando il tipo di quelli utilizzabili. Venne così formalizzata la possibilità di utilizzarli per ristrutturare i prestiti in lire, ovvero per cambiare il flusso degli interessi previsto dai tassi d'interesse dei titoli di Stato. Da allora si intensificano gli swap.

ARRIVA TREMONTI

A metà degli anni Novanta gli enti locali iniziano a indebitarsi sempre più e, nel 1996, il governo di Romano Prodi li obbliga a coprirsi con un derivato dal rischio cambio, nel caso emettano prestiti in valuta. La svolta arriva però dal 2001 con Giulio Tremonti ministro dell'Economia. Regioni, Province e Comuni sottoscrivono un numero crescente di derivati, così come fa lo Stato. Come ha spiegato in parlamento Maria Cannata, dirigente del Tesoro, tra il 2000 e il 2005 attraverso i derivati il governo aveva perseguito il duplice obiettivo di contenere il fabbisogno di cassa e di allungare la vita del debito.

ECCO LE SWAPTION

Per ottenere questi obiettivi, oltre agli "Interest rate swap" vengono utilizzati anche dei contratti più complessi, chiamati "swaption". Si tratta di opzioni che le banche comprano versando al Tesoro una certa cifra (il cosiddetto premio), ottenendo la possibilità di entrare in seguito un lrs a condizioni prefissate. In pratica, pagando il premio, la banca si assicura la possibilità di accendere un nuovo swap, e di farlo se e soltanto l'andamento dei tassi lo renderà conveniente, a danno dello Stato.

I PROBLEMI

Nel 2006, con l'arrivo di Tommaso Padoa-Schioppa al ministero dell'Economia, viene ristretta la possibilità degli enti locali di fare nuovi derivati e, stando a quanto riferito da Maria Cannata, abbandonata la strategia di contenere il fabbisogno di cassa del Tesoro. Stando ai dati ufficiali, è dal 2006 che la gestione dei derivati smette di generare un flusso netto d'interessi positivo per le

casse dello Stato. Quanto questo dipenda dai contratti firmati negli anni precedenti e quanto da quelli successivi, in base alle informazioni rivelate finora è però impossibile da sapere.

SCOPPIA LA GRANA

L'allarme derivati scoppia all'inizio del 2012, quando il Tesoro è costretto a chiudere una serie di contratti fatti con Morgan Stanley, versando alla banca 3,1 miliardi di euro in due tranches. L'operazione nasce da un accordo quadro del gennaio 1994 che regola questo genere di strumenti fra il Tesoro e l'istituto; nell'accordo è presente una clausola unilaterale che permette alla banca di chiudere in anticipo tutti i contratti sottostanti, nel momento in cui le condizioni di mercato fanno prevedere incassi futuri favorevoli all'istituto superiori a 50 milioni di dollari. Come si scoprirà in seguito, la soglia era stata superata da tempo, senza che la clausola fosse

esercitata. Nel 2012 il responsabile di Morgan Stanley in Italia è Domenico Siniscalco, che tra il 2001 e il 2005 è stato direttore generale del Tesoro.

IL MARK TO MARKET

Negli anni successivi emerge un dato che suscita preoccupazioni ulteriori. Il valore di mercato (o "mark to market") dei derivati del Tesoro in essere peggiora sempre più, raggiungendo alla fine del 2014 un picco di 42 miliardi. Il Tesoro sostiene che non si tratta di un fatto a cui dare troppo peso, visto che le condizioni di mercato potrebbero cambiare, riducendo le perdite. Su questa linea si schiera anche il ministro Pier Carlo Padoan, che sottolinea allo stesso tempo come i derivati siano un problema ereditato dal passato e che non ne verranno più fatti di nuovi.

I COSTI

Questa spiegazione nasconde però due problemi. Il primo è che ogni anno, tra oneri finanziari netti versati alle banche e costi connessi, le perdite si materializzano via via

in costi reali. I dati relativi al quinquennio 2011-2015 dicono che si tratta di 23,5 miliardi in totale, con una media annua di 4,7 e un record di 6,7 miliardi nell'ultimo anno del periodo, il 2015 (vedi figura a pagina 25). Il secondo è che le perdite future, almeno negli anni più vicini, non sono soltanto potenziali ma molto probabili.

IL SEGRETO

Il Tesoro e le altre istituzioni finora si sono sempre rifiutati di mostrare i contratti dei derivati a chi ne faceva richiesta. Il giornalista Guido Romeo, co-fondatore dell'organizzazione non governativa "Diritto di Sapere" ha fatto una richiesta di accesso agli atti al Tesoro, senza ottenere risposta. Si è dunque appellato prima al Tar, poi al Consiglio di Stato, venendo sempre respinto. Ci hanno provato anche alcuni parlamentari del Movimento 5 Stelle, la cui richiesta è stata respinta dalla Commissione per l'accesso ai documenti della Pubblica amministrazione. Tra gli esponenti del Tesoro, l'ultimo a rispondere negativamente è stato il direttore generale del Tesoro, Vincenzo La Via, durante l'indagine

conoscitiva effettuata dalla Commissione Finanze della Camera nel 2015.

L'INDAGINE DELLA CORTE

L'anno scorso la Corte dei Conti del Lazio ha fatto sapere di aver avviato un'indagine sui derivati sottoscritti fra il Tesoro e Morgan Stanley, costati alle casse pubbliche 3,1 miliardi di euro. In un documento pubblico ha ipotizzato un danno a carico dello Stato pari a 3,8 miliardi, che tiene conto anche dei costi sostenuti per reperire la somma miliardaria versata nel 2012 alla banca americana. Lo scorso luglio Morgan Stanley ha reso noto in bilancio di aver ricevuto una prima contestazione da parte della Corte, nei confronti della quale ha annunciato di volersi difendere, ritenendola non corretta. Il 14 settembre scorso, poi, il sito del quotidiano la Repubblica ha rivelato che un pubblico ministero della Corte, Massimiliano Minerva, ha convocato la banca e quattro fra dirigenti del Tesoro e ex ministri, avviando le audizioni per portare, eventualmente, a contestazioni formali. Si tratta degli ex ministri Siniscalco e Vittorio Grilli, oltre ai dirigenti La Via e Cannata. ■

I più rischiosi

Valore di mercato dei derivati sottoscritti dal Tesoro con le banche, suddivisi per categorie (dati relativi a dicembre 2015 in miliardi di euro)

Tipo di contratti

Derivati sui cambi
Interest rate swap
Swaption
Totale

Tipo di contratti	Valore nozionale	Profitti (+) o perdite (-) potenziali
Derivati sui cambi	13,7	+1,5
Interest rate swap	122,1	-32,3
Swaption	15,0	-5,9
Totale	150,8	-36,6

I dati della tabella fotografano due diversi effetti che i derivati hanno sul bilancio pubblico. La prima colonna Il nozionale di un derivato è il valore di riferimento a cui si applicano i tassi d'interesse che determinano, anno dopo anno, il flusso degli interessi che il Tesoro e la banca controparte si scambiano. Il valore di mercato (o "mark to market") rappresenta i profitti o le perdite che il Tesoro realizzerà lungo l'intera durata di vita del contratto, calcolato alle attuali condizioni di mercato.

Fonte: Ministero dell'Economia

Confidential

22nd December 2011

Dear Sirs,

We refer to the transactions between the Republic of Italy ("ROI") and Morgan Stanley & Co. International plc ("MS"), governed by the terms of the ISDA Master Agreement (the "Master Agreement") dated 10 January 1994 and currently in place between the ROI and MS and as set out in the table below (the "Transactions").

Transactions				
MS Trade ID	Trade Type	Size	Maturity	Description
A	APCOX Interest Rate Swap	EUR 3,000MM	Sep-35	ROI pay 4.90% fix ann., rec 6moEurbor flat s/a
B	APERF Interest Rate Swap	EUR 1,000MM	Jul-26	ROI pay 5.48% fix ann., rec 12moEurbor + 23.5bps ann.
C	EJARM Receiver Swaption	EUR 1,500MM	Aug 2018x2048	ROI short option for MS to rec 4.10% fix s/a, rec 6moEurbor flat s/a.
D	EJ247 Receiver Swaption	GBP 1,500MM	Aug 2028x2058	ROI short option for MS to rec 5.00% fix ann., pay 6moFTIBOR flat s/a
E	CHT11, CHT12, APGSS, APDSV, APDSV Cross-currency Swap	GBP 400MM / EUR 507.7MM	Apr-14	ROI pay EUR 8.3147% fix ann., rec GBP 10.60% fix ann. final exchange
F	CHTQX Cross-currency Swap	USD 1,000MM / EUR 1,030.6MM	Sep-23	ROI pay EUR 4.89% fix ann., rec USD 6.875% fix s/a final exchange

The purpose of this letter is to set out the basis of our agreement in respect of amendment and termination of the Transactions.

~~TOP SECRET~~

La lista dei contratti

Con questo documento, datato 22 dicembre 2011, vennero definiti i termini degli accordi che portarono alla chiusura di parte dei contratti con Morgan Stanley, costringendo il Tesoro a un esborso in due tranches per un totale di 3,1 miliardi di euro. I derivati erano stati firmati o rinegoziati pochi anni prima

In un libro il perché dello scandalo

L'Italia non è stata l'unica a scommettere sui derivati. Delle nazioni che fanno parte dell'Unione europea, però, il nostro Paese è quello messo peggio. È questo uno dei dati più impressionanti contenuti nel libro "La voragine", scritto dal giornalista dell'Espresso Luca Piana e appena pubblicato da Mondadori. Con un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori, il libro indaga il complicato mondo dei derivati, strumenti finanziari che nel silenzio generale hanno scavato un buco enorme nei conti pubblici italiani, e i cui effetti rischiano di farsi sentire ancora per molti anni sulla vita pratica dei cittadini.

I derivati in teoria dovrebbero servire per assicurarsi contro i rischi,

come per esempio l'aumento dei tassi d'interesse. Se i tassi aumentano, infatti, crescono generalmente anche i costi per chi si è indebitato. Poiché l'Italia ha uno dei maggiori debiti pubblici al mondo, può non sorprendere il fatto che il nostro Paese abbia sottoscritto parecchi derivati. I rischi connessi a questi strumenti sono però altissimi. E noti da tempo. Warren Buffett, considerato unanimemente il più grande investitore di Borsa di tutti i tempi, già nel 2002 li aveva definiti «armi finanziarie di distruzione di massa». Armi che hanno procurato ferite pesantissime al bilancio pubblico italiano, ma non a quello degli altri Paesi europei che li hanno sottoscritti. Gli unici dati ufficiali che permettono di tracciare un confronto con le altre nazioni risalgono al 2013, quando la situazione dei contratti firmati dal nostro ministero dell'Economia non era ancora degenerata ai livelli raggiunti negli anni successivi. Già allora, tuttavia, la situazione era grave. Per capirlo bisogna prendere in considerazione il "mark to market", valore che indica

il guadagno o la perdita potenziale dei derivati comprati da un Paese. Ebbene, nel 2013 il mark to market dei derivati sottoscritti dall'Italia era negativo per 28,9 miliardi di euro. Tralasciamo pure il fatto che solo un anno dopo il rosso teorico era già arrivato a 42 miliardi. Il punto è un altro. E cioè che ai nostri vicini la scommessa è andata meglio, a volte molto meglio. Nel 2013 le perdite potenziali della Germania erano infatti pari a 16 miliardi, quelle della Grecia sfioravano i 4 miliardi, quelle del Portogallo ammontavano a poco più di 1 miliardo. Alcuni Paesi, come Spagna

e Belgio, non hanno mai sottoscritto derivati, mentre tra quelli che hanno deciso di scommettere c'è anche chi potrebbe guadagnarci. Nazioni come la Danimarca, l'Olanda, la Svezia, la Finlandia, l'Irlanda e la Francia segnavano infatti – sempre nel 2013 – mark to market positivi, ovvero potenziali profitti su quei contratti. Com'è possibile? I governi che si sono succeduti in Italia negli anni passati sono stati sfortunati nelle loro scommesse finanziarie o hanno consapevolmente scaricato le perdite sui loro successori? Risposte precise a queste domande sono impossibili da dare perché, come spiega Piana nel suo libro, «a dispetto degli interessi in gioco e del diritto degli italiani a essere informati sul modo in cui i loro quattrini vengono spesi, sui derivati esiste di fatto un segreto di Stato». Insomma, non si possono conoscere i dettagli di tutti i derivati sottoscritti con le banche d'affari, e non si possono di conseguenza attribuire con certezza eventuali responsabilità dei politici o dei dirigenti che si sono succeduti al ministero dell'Economia. Di sicuro c'è un fatto. Come emerso grazie all'indagine della Commissione Finanze della Camera e ai calcoli contenuti ne "La voragine", solo dal 2011 al 2015 l'Italia ha subito un costo di 23,5 miliardi di euro per effetto degli interessi netti pagati sui derivati e degli altri oneri connessi. In media equivalgono a 4,7 miliardi l'anno. Una somma enorme. Basti dire che per aiutare i cittadini più poveri lo Stato spende 1 miliardo l'anno. La scommessa persa sui derivati ha dunque privato il Paese di risorse importanti in un momento di crisi. E potrebbe non essere finita qui. I contratti attivi restano molti, anche se non si sa con precisione quanti siano. Gli ultimi scadranno nel 2062.

Stefano Vergine



Da sinistra: Domenico Siniscalco, Vittorio Grilli e Maria Cannata



We would be grateful if you could confirm your agreement to the above by signing in the space provided below

Yours faithfully

Morgan Stanley & Co. International plc

Signed: 
Name: ROBERT ROONEY
Title: MANAGING DIRECTOR

Acknowledged and agreed:

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Republic of Italy

Signed: 
Name: MARIA CANNATA
Title: Director General

TOP SECRET

E alla fine le firme

A sinistra, le firme che chiudono il documento di pagina 29: Robert Rooney, general manager di Morgan Stanley International, e Maria Cannata, capo della direzione debito pubblico del Tesoro. Sopra: la copertina del libro-inchiesta "La Voragine", scritto da Luca Piana, giornalista dell'Espresso

Chi ci ha perso, chi ci ha guadagnato

(dati in milioni di euro, relativi al 2015)

Italia	-3.834
Grecia	-587
Germania	-475
Francia	+167
Finlandia	+757
Paesi Bassi	+5.308

I dati della tabella fotografano due diversi effetti che i derivati hanno sul bilancio pubblico. Per valutare il rispetto dei parametri del Patto di stabilità, l'ufficio statistico europeo Eurostat pubblica i dati relativi all'impatto che i derivati hanno sul fabbisogno finanziario di ogni governo. In questa nostra rielaborazione, se il dato è negativo, significa che i derivati hanno assorbito cassa; se è positivo, significa che hanno generato un flusso di cassa favorevole per lo Stato.

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

Ghigliottina Per l'ex ministro una poltrona in banca

di Vittorio Malagutti

L MONTE DEI PASCHI davvero non porta fortuna all'ex ministro Vittorio Grilli. «Mps è una banca solida», garantiva Grilli nel 2013, quando guidava il dicastero dell'Economia. Tanto solida che adesso il governo si prepara a spendere otto miliardi per evitare il crac del Monte. Il salvagente pubblico è diventato indispensabile dopo il naufragio, poche settimane fa, di un aumento di capitale. E tra gli sponsor di quest'ultima operazione finita nelle secche del mercato troviamo ancora lui, Grilli, ora in veste di banchiere per Jp Morgan, colosso della finanza Usa.

Sul salvataggio di Mps aveva messo la faccia (pendola) anche l'allora premier Matteo Renzi che a gennaio 2016 consigliava di investire nell'istituto senese, ormai «risanato». Solo Grilli però è stato capace di inciampare due volte: prima come uomo di governo e poi da manager privato. Sono cose che capitano nei cieli della finanza, dove la pratica delle cosiddette "sliding doors", le porte girevoli tra poltrone di Stato e incarichi nelle corporations, si è ormai consolidata. A parte il caso degli Stati Uniti, dove i passaggi da una barricata all'altra sono stati innumerevoli negli ultimi anni, in Europa ha dato scandalo l'ex presidente della Commissione Ue, Manuel Barroso, portoghese, nominato a luglio 2016 presidente non esecutivo della banca d'affari americana Goldman Sachs.

Poi ci sono le sliding doors all'italiana. Le cronache dell'ultimo ventennio hanno raccontato i casi di Gianni Letta, Mario Monti e Romano Prodi, tutti assunti, in tempi diversi, dalla solita Goldman Sachs come consulenti. Il capitolo più recente riguarda però la storia nostrana dei derivati di Stato. La Corte dei Conti, che indaga sulla vicenda, ha chiamato in causa, tra gli altri, anche Grilli e Domenico Siniscalco, direttore generale del Tesoro e poi ministro dell'Economia tra il 2004 e il 2005. Entrambi, come rappresentanti dello Stato, hanno avuto un ruolo nella stipula e nella chiusura, che risale al 2011, dei contratti derivati che hanno provocato perdite per 3,8 miliardi per le casse pubbliche, stando alle stime della Corte. Anche Jp Morgan, che ha arruolato Grilli come manager, ha fatto da controparte alla Repubblica italiana per operazioni finanziarie ad alto rischio. L'indagine riguarda però solo i derivati a suo tempo stipulati con Morgan Stanley. E qui Siniscalco si è trovato a recitare due ruoli. Ha cominciato da ministro, per poi passare nel 2006 sul fronte opposto, quello vincente, come vicepresidente per l'Europa proprio di Morgan Stanley. Effetto sliding doors. ■