



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

Il caso Euribor: dall'inizio dell'UE allo scandalo

RELATORE

PROF. Claudio Boido

CANDIDATO

Mariapia Iannucci

Matr. 210471

Anno accademico 2018/2019

Indice

INTRODUZIONE	pag.3
1. EURIBOR	
1.1 Modalità di determinazione del tasso	pag.5
1.2 Analisi del trend storico: dall'introduzione a oggi	pag.8
1.3 Normativa italiana: il passaggio dal RIBOR all'EURIBOR	pag.10
2. Lo scandalo della manipolazione dell'EURIBOR e le prospettive di riforma	
2.1 Un sistema imperfetto e la possibilità di elusione	pag.14
2.2 Il cartello bancario e la collusione	pag.17
2.3 L'inizio dei controlli e lo scioglimento del cartello	pag.19
2.4 Il progetto EURIBOR con il tasso ESTER	pag.22
3. Gli effetti legali derivanti dallo scandalo	
3.1 La violazione delle normative antitrust	pag.28
3.2 L'iter giudiziale	pag.30
3.3 Le sentenze definitive	pag.32
CONCLUSIONE	pag.36
Bibliografia	pag.38

INTRODUZIONE

Lo scopo dell'elaborato è quello di fornire un'accurata analisi del tasso Euribor, esaminando in particolare la vicenda legata alla sua manipolazione e alle rispettive conseguenze. Per l'impatto che tale caso ebbe sull'economia europea e mondiale, è nell'ultimo decennio un tema di discussione cruciale, rappresentando non solo una delle più grandi truffe della storia economica ma il fallimento di un intero sistema formato da banche, istituti e codici di condotta. Il caso è dunque oggetto di studi e ricerche, non solo per l'analisi delle vicende verificatesi, ma soprattutto per la formulazione di un nuovo tasso e di misure volte alla tutela dei soggetti danneggiati.

Nel primo capitolo si presentano i caratteri generali del tasso, elencando gli agenti che concorrono alla definizione di quest'ultimo e le modalità di calcolo. Viene analizzata la procedura adottata per l'introduzione dell'Euribor a livello europeo, al fine di garantire continuità alle operazioni indicizzate ai precedenti tassi nazionali, approfondendone le modalità di assunzione nel mercato italiano. Sono inoltre indicate la struttura e le funzioni dell'organo preposto alla vigilanza del tasso e le normative vigenti per le banche, volte a garantire la sicurezza degli stakeholders.

Il secondo capitolo si propone di illustrare la corruttibilità del tasso e il conseguente processo di formazione del cartello, specificando le strategie di collusione ed elencando le teorie formulate in merito ai plurimi vantaggi ottenuti dalla manipolazione dell'Euribor. È inoltre descritto l'avvio delle procedure giudiziarie in seguito alla scoperta della frode che ha condotto alla creazione del nuovo progetto Euribor, tutt'ora in corso.

L'elaborato si conclude con la spiegazione delle misure legali adottate dalle autorità europee e mondiali e le rispettive sanzioni imposte agli istituti coinvolti nello scandalo, con particolare attenzione nell'analisi della violazione delle normative antitrust e dei parametri scelti al fine di stabilire delle ammende eque per ogni istituto.

L'obiettivo di questo lavoro sarà quello di ripercorrere e analizzare le vicende legate al tasso Euribor, dalla sua introduzione nel mercato europeo al nuovo progetto di riforma. Il fine dell'analisi sarà comprendere quali furono le criticità del tasso che hanno permesso alle banche di eludere per anni l'intero sistema di calcolo, sorveglianza e controllo che, nel momento in cui il tasso venne introdotto, appariva inalterabile. Si noterà come tale manipolazione abbia causato enormi conseguenze non solo per gli istituti coinvolti direttamente nei processi giudiziari, ma anche per

un'ampia platea di soggetti estranei all'illecito. Dall'analisi emergeranno inoltre le varie fasi della riforma per l'introduzione del nuovo Euribor, spiegandone le peculiarità e le differenze rispetto al predecessore, prestando particolare attenzione alle precauzioni adottate al fine di evitare nuovi scand

1. L'EURIBOR

1.1 Modalità di determinazione del tasso

L'Euribor, acronimo di Euro InterBank Offered Rate, è un tasso interbancario a termine in base al quale le banche primarie si offrono depositi in euro all'interno della zona Uem. In Europa, la principale banca di riferimento è la BCE; per primaria banca si intende un istituto di credito con elevata affidabilità per i depositi a breve termine, capace di prestare a tassi di interesse competitivi, notoriamente attivo in strumenti di mercato monetario denominati in euro e con accesso alle operazioni di mercato aperto dell'Eurostistema.¹

Esistono varie tipologie di tassi Euribor che si differenziano tra loro in base a due parametri, entrambi temporali: la durata e il divisore. La durata, o scadenza, può essere di 1 settimana, 1 mese, 3 mesi, 6 mesi (che è la più utilizzata) e 12 mesi e permette di distinguere varie tipologie di tasso, i cosiddetti "Euribor 1S", "Euribor 1M", "Euribor 3M", "Euribor 6M" ed "Euribor 1Y"²; questo parametro varia in base alla durata del prestito a cui si fa riferimento. Al divisore possono essere attribuiti soltanto due valori, 360 o 365, che corrispondono rispettivamente all'anno commerciale e all'anno solare. Le differenze del valore del tasso che risultano dall'applicazione dei diversi parametri temporali sono poco rilevanti nel lungo periodo: quelli con scadenza a più breve termine hanno riportato uno scarto di circa 0,10% - 0,15% più basso in 10 anni; si stima invece che il tasso calcolato sulla base dell'anno commerciale (Euribor 360) risulti inferiore dello 0,05% rispetto all'Euribor 365.

Ai fini pratici, il tasso è molto utilizzato non solo a livello interbancario ma per ogni tasso variabile, indicizzato appunto all'Euribor³, favorendo la standardizzazione delle operazioni finanziarie: è per questo un tasso di riferimento anche per altri operatori, quali famiglie e PMI. Ad esempio, viene adoperato per i comuni mutui ipotecari a tasso variabile, per i quali si utilizza il tasso aumentato di uno spread deciso dall'istituto di credito, che rappresenta il suo guadagno su ogni transazione effettuata e solitamente oscilla tra +0,50% e 2%.

¹ Fonte: www.borsaitaliana.it

² Fino al 3 Dicembre 2018 venivano adoperate anche le scadenze a 2 settimane, 2 mesi e 9 mesi.

³ In base alla normativa italiana i mutui non possono essere indicizzati all'Euribor a 1 settimana.

I tassi di riferimento⁴ sono ampiamente utilizzati per valutazioni contabili, valutazione delle poste di bilancio, come tassi di sconto per specifici strumenti finanziari e in modo particolare nei mercati derivati per prodotti come opzioni, contratti a termine e swap. Inoltre, essi risultano determinanti specialmente per la BCE: tramite tali tassi, essa riesce a tramettere e a controllare la corretta attuazione della propria politica monetaria da parte di ogni banca centrale.

Per comprendere l'enorme peso che i tassi di riferimento hanno nell'economia europea e non, basti pensare che la Commissione Europea ha rilevato che sono indicizzati contratti per un valore nominale di circa 180.000 miliardi di euro solamente sull'Euribor.

Concettualmente, la modalità di determinazione dell'Euribor è molto semplice: viene calcolato dalla Global Rate Set Systems Ltd (GRSS)⁵ come media aritmetica dei tassi comunicati quotidianamente da un panel di banche tramite il sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer)⁶, escludendo dal calcolo sia il tasso che risulta più alto del 15% sia quello che risulta più basso. Il tasso che risulta da tale calcolo viene reso pubblico ogni giorno alle ore 11.00 dalla EMMI (European Money Markets Institute), ma le banche possono inviare i loro dati fino alle 10.45, anche se è possibile modificarli fino alle 11.00.

E' necessario che entro tale orario almeno il 50% delle banche del panel abbia inviato i dati per poter procedere alla determinazione e alla successiva pubblicazione del tasso. Se tale percentuale non venisse raggiunta entro l'orario stabilito, è possibile effettuare una proroga fino alle ore 11.15. Nel caso in cui non si dovesse raggiungere la soglia minima entro le 11.15, si procede ugualmente al calcolo del tasso a condizione che le banche che abbiano fornito i dati siano almeno pari a 12 e siano provenienti da almeno 3 diversi stati. Se tali condizioni non dovessero verificarsi, la determinazione del tasso è posticipata e alle 11.15 viene indicato dall'agente di calcolo l'impossibilità di determinazione del tasso.

Il panel di banche è costituito da 19 istituti di credito, scelti sulla base di dimensioni e rating, di cui fanno parte sia banche di paesi appartenenti all'UE, sia banche internazionali di paesi non membri dell'UE ma aventi importanti influenze nella zona Euro.

⁴ Qui si fa riferimento anche all'Eonia (Euro Overnight Index Average), tasso di interesse medio di riferimento overnight per le operazioni interbancarie europee. Il termine "overnight" indica operazioni che si concludono il giorno lavorativo seguente a quello in cui vengono costituite, risultano appunto attive solo una notte.

⁵ La Global Rate Set System opera dal 2009 offrendo servizi per il calcolo di indici finanziari, in particolare per l'Euribor e l'Eonia, grazie ad una licenza ottenuta dalla EMMI, e per tecnologie e data licensing.

⁶ Il TARGET era un sistema di pagamenti interbancari attivo nell'Unione Europea a partire dal 1999, anno dell'istituzione dell'Unione Monetaria Europea, fino al 2007, anno in cui è stato sostituito dal TARGET 2, tuttora vigente.

Esse sono:

- Belfius, Belgio
- BNP Paribas, Francia
- HSBC France
- Natixis, Francia
- Crédit Agricole s.a. , Francia
- Société Général, Francia
- Deutsche Bank, Germania
- DZ Bank, Germania
- National Bank of Greece, Grecia
- Intesa San Paolo, Italia
- Unicredit, Italia⁷
- Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Lussemburgo
- ING Bank, Paesi Bassi
- Caixa Geral De Depósitos (CGD), Portogallo
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Spagna
- Banco Santander, Spagna
- CECABANK, Spagna
- CaixaBank S.A. , Spagna
- Barclays, banca internazionale del Regno Unito

Al fine di assicurare il corretto computo del tasso, l'EMMI ha istituito il cosiddetto *Steering Committee*, che ha come scopo principale quello di assicurare che l'*Euribor Code of Conduct* sia applicato, e inoltre di verificare periodicamente che risulti conforme ed efficace alle esigenze di mercato e, in caso contrario, proporre eventuali modifiche. Le riunioni si svolgono ogni due mesi e il verbale viene reso pubblico direttamente sul sito web dell'EMMI.

Attualmente lo *Steering Committee* è composto da dieci membri: un presidente, cinque esperti indipendenti con riconosciuta reputazione ed esperienza nei mercati finanziari e quattro operatori di

⁷ Fino al 7 Gennaio 2019, vi era un altro istituto di credito italiano nel panel di banche, ovvero Monte dei Paschi di Siena.

mercato direttamente coinvolti in operazioni di mercato o che hanno la responsabilità diretta nella loro banca per queste attività.⁸

Il numero di membri che facevano contemporaneamente parte sia del Comitato Direttivo che del panel di banche è stato progressivamente ridotto dall'EMMI, sostituendoli con soggetti che, pur appartenendo ad istituzioni interessate al calcolo del tasso, ne sono maggiormente indipendenti, assicurando in questo modo maggior trasparenza e liceità.

1.2 Analisi del trend storico: dall'introduzione a oggi

La creazione dell'Euribor venne resa nota il 15 Dicembre 1997, inserendosi in un contesto storico in cui era da poco stata istituita l'Unione Europea con il trattato di Maastricht (7 Febbraio 1992) e si stava procedendo verso l'unione monetaria, che sarebbe poi avvenuta con l'introduzione dell'euro nel 1999 sui mercati finanziari e nel 2002 con l'effettiva circolazione monetaria.

L'annuncio dell'istituzione del nuovo tasso avvenne a Bruxelles per conto della EBF (European Banking Federation) e dell'ACI (Financial Market Association) tramite un comunicato noto come *"The new money market reference rate for the euro"*. Attraverso tale comunicato furono espressi i principi cardine del tasso, il numero di banche coinvolte nella sua determinazione, il numero di membri responsabili della supervisione e l'importanza che ebbe per l'istituzione dell'UEM (1999). Ricordiamo in particolare il discorso tenutosi in quest'occasione da Nikolaus Bömke, segretario generale della EBF:

"E' un prestigioso risultato dopo difficili negoziazioni, un importante passo in avanti verso il Mercato Unico Europeo quando l'EMU inizierà nel 1999."

Punto focale di tale comunicato, oltre all'annuncio del tasso, fu la presentazione del Codice di Condotta, che ne avrebbe regolato le modalità di rilevazione.

In particolare vennero esposte tre direttive:

1. Una tabella con le quote nazionali per il numero di banche dei diversi paesi che aderiscono all'UEM fin dall'inizio;
2. Norme da applicare alle 6 banche internazionali di paesi non membri dell'UE che parteciperanno al panel e fino ad un massimo di 4 banche di paesi membri dell'UE che non partecipano all'UEM fin dall'inizio;

⁸ EMMI – benchmarks; Steering committee

3. Regole da applicare alla rotazione delle banche se, comunità bancarie di paesi più piccoli, per motivi imperativi, desiderano nominare più banche al panel rispetto alla loro quota nazionale.⁹

Il 27 Maggio 1998 furono annunciate le banche che sarebbero state coinvolte nel panel, quindi gli istituti decisivi per la formulazione del tasso. La scelta di tali banche si basò fondamentalmente su criteri di mercato, scegliendole tra quelle più solide e quotate nei rating internazionali e con maggiori volumi di affari all'interno dell'area Euro. In totale vennero indicate 47 banche appartenenti a stati membri dell'UE fin dall'inizio, 4 appartenenti a stati che divennero membri successivamente (Barclays Capital, Den Danske Bank, Midland e Svenska Handelsbanken) e 6 banche internazionali appartenenti a stati non membri dell'UE (tra cui Chase Manhattan, Morgan Guaranty and Bank of Tokyo - Mitsubishi).

Come si può notare era un numero decisamente superiore rispetto a quello attuale degli istituti facenti parte del panel. Tuttavia è necessario specificare che il totale delle banche indicate in tale occasione non fu definitivo, si trattava infatti di banche che solo potenzialmente sarebbero state successivamente partecipi della determinazione del tasso: l'EMMI, infatti, si riservò il diritto di decidere l'anno seguente quali tra gli istituti selezionati avrebbero effettivamente operato per la formulazione dell'Euribor, scegliendoli tra quelle maggiormente efficienti e produttivi.

Il 30 dicembre 1998 fu pubblicato il primo valore dell'Euribor con validità dal 4 Gennaio 1999, dando così inizio ad una nuova fase finanziaria.

L'8 Gennaio 2009 è stato celebrato a Bruxelles il decimo anniversario dall'introduzione dell'Euribor. In tale occasione l'ACI (the Financial Markets Association) e l'EBF (European Banking Federation) resero noto l'ottimo riscontro che il tasso aveva avuto sul mercato finanziario, rivelandosi estremamente utile e idoneo sia per le operazioni interbancarie sia per l'aumento del numero degli strumenti derivati, diventando un tasso di riferimento fondamentale per l'Europa. A testimonianza di ciò, Manfred Wiebogen, presidente dell'ACI, ha dichiarato in tale occasione che "L'Euribor è una storia di successo, paragonabile a quella dell'euro"¹⁰.

In particolare, si fece riferimento alla solidità del tasso dopo gli squilibri economici e finanziari che si erano verificati nei mesi precedenti. Infatti, nonostante si verificò una diminuzione del tasso (il

⁹ I tre allegati sono tratti dal documento "Euribor: THE NEW MONEY MARKET REFERENCE RATE FOR THE EURO" dell'EMMI

¹⁰ Tratto dal documento "European banks celebrate 10th Anniversary of Euribor" pubblicato dall'EMMI.

valore dell'Euribor 6M era pari a 5,405% a ottobre 2008 contro il 2,945% a gennaio 2009, valore che nei mesi successivi continuerà a diminuire), bisogna ricordare che tale situazione va ad inserirsi in un trend fortemente negativo per l'economia globale.

Difatti, dal settembre 2008, la dichiarazione di fallimento della Lehman Brothers¹¹, causò il crollo dell'economia mondiale. Il crac del colosso statunitense fu infatti uno dei casi più gravi di bancarotta mai verificatosi nella storia economica e ciò ripercosse su tutti i tassi mondiali.

A distanza di 10 anni, l'Euribor non appare più così solido e stabile come allora. Infatti, nel corso del tempo, le procedure di determinazione e le rispettive operazioni di controllo e trasparenza non si sono dimostrate sufficientemente valide. Tali problematiche sono sorte in modo particolare dopo lo scandalo sulla manipolazione del tasso. Il suo valore venne per anni modificato dalle banche del panel, che, violando le norme antitrust e il Codice di Condotta, ne manovrarono il calcolo per ottenere vantaggi finanziari dal valore falsato. Ciò ha portato naturalmente ad un crollo del sistema, che infatti oggi è oggetto di riforma.

1.3 Normativa italiana: il passaggio dal RIBOR all'EURIBOR

Il 27 maggio 1998, con l'annuncio da parte dell'EMMI delle banche che avrebbero fatto parte del panel, molti degli stati coinvolti espressero la propria intenzione a voler sostituire il loro tasso interbancario nazionale con l'Euribor. In linea generale, ciò sarebbe stato fatto sia per le operazioni già avviate che per le operazioni future, in modo tale da uniformare il mercato europeo. Tra gli stati che per primi si spinsero verso questo tipo di cambiamento ci furono Francia, Italia, Irlanda, Paesi Bassi, Finlandia, Belgio, Germania ed Austria, a seguire poi tutti gli altri. Con l'istituzione del MEC, sono quindi venuti meno i parametri di indicizzazione nazionale e ciascuno stato ha visto modificare il proprio ordinamento economico.

¹¹ La Lehman Brother Holdings Inc. banca d'affari fondata nel 1850, operava nel settore finanziario (in particolare nell'investment banking e nel mercato dei titoli di stato americani) e fu uno dei colossi principali dell'economia statunitense e globale. Con un debito pari a circa 613 miliardi di dollari, il 15 settembre del 2008 avviò le procedure fallimentari innescando il crollo dell'economia mondiale.

Nella tabella seguente si evidenziano i principali stati europei e i relativi tassi nazionali che vennero sostituiti con l'Euribor:

PASSAGGIO DAI TASSI NAZIONALI ALL'EURIBOR- SITUAZIONE AL NOVEMBRE 1998 -	
Austria	Vibor sostituito dall'Euribor per tutti i contratti (in essere e nuovi)
Belgio	Bibor sostituito dall'Euribor anno commerciale (360) per i nuovi contratti, anno civile (365) per quelli esistenti
Finlandia	Helibor sostituito dall'Euribor anno commerciale (360) per i nuovi contratti, anno civile (365) per quelli esistenti
Francia	Pibor sostituito dall'Euribor per tutti i contratti (in essere e nuovi)
Germania	Fibor sostituito dall'Euribor per tutti i contratti (in essere e nuovi)
Grecia	Athibor sostituito dall'Euribor anno commerciale 360. Per i vecchi contratti sostituito dall'Euribor anno civile 365
Lussemburgo	Non esiste un tasso definito. Ci si aspetta l'uso dell' Euribor per i nuovi contratti.
Paesi Bassi	Aibor sostituito dall'Euribor per tutti i contratti (in essere e nuovi)
Irlanda	Dibor sostituito dall'Euribor act/360 o convertito in Euribor act/365 per IBF Day Count Convention
Italia	Ribor sostituito dall'Euribor anno commerciale (360) per i nuovi contratti, anno civile (365) per quelli esistenti
Portogallo	Lisbor sostituito dall'Euribor per i nuovi contratti – Per i contratti esistenti si può continuare ad usare il Lisbor
Spagna	Ci si aspetta l'uso dell' Euribor per i nuovi contratti - Per i contratti esistenti si può continuare ad usare Mibor finché richiesto dal mercato.

Fonte: Adusbef, la pignatta n.40, Mario Novelli

Come si può notare dalla tabella, ogni stato introdusse l'Euribor ponendo particolare attenzione sulla convenzione temporale adottata (anno solare o anno commerciale) e sulla continuità con i contratti esistenti. Infatti si può notare come Portogallo e Spagna, pur adottando il nuovo tasso, preferirono addirittura conservare i vecchi tassi nazionali (rispettivamente Lisbor e Mibor) per i contratti esistenti, evitando così ogni tipo di possibile disequilibrio finanziario.

In Italia il passaggio dal tasso nazionale al tasso europeo fu meno immediato rispetto agli altri stati europei. Si trattava di un tasso che per essere introdotto richiedeva particolari procedure, perché, sebbene avesse la stessa funzione del tasso nazionale, l'Euribor era il riflesso di un mercato europeo e come tale anche la sua rilevazione era diversa rispetto a quella del suo predecessore. Infatti, bisogna ricordare che il Ribor era un tasso effettivo, calcolato telematicamente dal MID (mercato

interbancario dei depositi) determinato dall'incrocio all'incrocio della domanda e dell'offerta da parte delle banche aderenti a quel mercato a differenza dell'Euribor che invece è un tasso quotato.¹²

Dal punto di vista normativo, in quasi tutti gli stati europei, come ad esempio in Belgio e in Irlanda, si trattò di una formalità che avvenne automaticamente con il passaggio all'euro. Non avvenne lo stesso in Italia, dove fu necessaria la disposizione del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, dietro parere della Banca d'Italia. Nel Titolo II del d.lgs n.213 del 24 Giugno 1998 art. 2 si stabilisce infatti che *“i parametri finanziari di indicizzazione venuti meno a seguito dell'introduzione dell'euro si considerano automaticamente sostituiti dai nuovi parametri finanziari che il mercato nel quale i parametri cessati venivano rilevati adotta in loro sostituzione. Il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, sentita la Banca d'Italia, dichiara con proprio decreto l'avvenuta sostituzione.”*

Tuttavia, il passaggio formale dal Ribor all'Euribor avvenne solamente tramite il d.lgs. del 23 Dicembre 1998¹³ intitolato “Sostituzione del RIBOR con l'EURIBOR quale pagamento di indicizzazione di strumenti e rapporti giuridici”, in cui si dichiara che *“visto il codice di condotta dell'EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), con il quale si è costituito il comitato di gestione (Steering Committee) incaricato di rilevare il tasso EURIBOR e si sono definite le modalità di determinazione del tasso medesimo; a partire dal 30 dicembre 1998, il tasso che sostituisce il RIBOR è l'EURIBOR, rilevato giornalmente alle ore 11.00 (ora dell'Europa centrale) dal Comitato di gestione dell'EURIBOR (EURIBOR Panel Steering Committee)”*.

La normativa italiana, ha disposto che *“...i nuovi parametri di indicizzazione che sostituiscono quelli venuti meno per l'introduzione dell'euro siano definiti secondo criteri di continuità ed assicurino l'equivalenza economico-finanziaria rispetto ai parametri cessati, al fine di garantire l'ordinata prosecuzione dei rapporti in corso.”* In altre parole, il legislatore assicura che nonostante la sostituzione del tasso nazionale con il tasso europeo, le operazioni finanziarie in corso non vengano alterate, mantenendone così la continuità. Al fine di garantire l'equivalenza finanziaria, è stato necessario indicare nel decreto legislativo le modalità con cui l'Euribor dovesse essere introdotto, in quanto, per alcune divergenze nel calcolo dei tassi, non sarebbe stato possibile mantenere l'equilibrio finanziario.

¹² “Unione monetaria e il passaggio all'euro” atti del convegno del 19 febbraio 1999, fondazione CESIFIN Alberto Predieri, centro per lo studio delle istituzioni finanziarie promosso dall'ente cassa di risparmio di Firenze

¹³ Il decreto è pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n.302 del 29 Dicembre 1998.

In particolare, viene stabilito che:

- *“per gli strumenti e i rapporti giuridici indicizzati al Ribor in essere alla data del 30 dicembre 1998, al fine di assicurare la piena equivalenza economico-finanziaria del nuovo tasso che lo sostituisce, l'Euribor deve essere moltiplicato per il coefficiente 365/360.”*¹⁴
- *“l'Euribor e il tasso risultante dalla moltiplicazione di cui al precedente comma 2 devono essere espressi con tre cifre decimali.”*¹⁵

E' evidente che era necessario allineare i parametri temporali utilizzati per il calcolo dei tassi: per il Ribor, il metodo convenzionale di calcolo utilizzato era la convenzione temporale “giorni effettivi/365” mentre il nuovo tasso era ottenuto secondo la convenzione “giorni effettivi/360”. Tale incongruenza rendeva perciò necessario il provvedimento ministeriale per la corretta sostituzione dei tassi.

¹⁴ Articolo unico, decreto 23 Dicembre 1998, comma 2

¹⁵ Articolo unico, decreto 23 Dicembre 1998, comma 3

2. Lo scandalo della manipolazione dell'EURIBOR e le prospettive di riforma

2.1 Un sistema imperfetto e la possibilità di elusione

L'Euribor, al momento della sua introduzione, si presentava come un tasso estremamente affidabile. Tale caratteristica era garantita (almeno a livello teorico) da particolari procedure e precauzioni che vennero adottate sia sul piano giuridico e di controllo, sia sui parametri da rispettare per il calcolo. In effetti, le possibilità di manipolazione del tasso apparivano abbastanza remote innanzitutto per la presenza dei vincoli imposti dal Code of Conduct e dal controllo effettuato dallo Steering Committee, che avrebbero dovuto garantire rispettivamente che l'operato delle banche coinvolte nel panel fosse stato sottoposto ad un regolamento specifico e dettagliato e che l'apposito comitato di sorveglianza avesse prevenuto comportamenti illeciti o che quantomeno li avesse individuati prontamente, limitandone gli effetti dannosi. Inoltre, da un punto di vista strettamente matematico e statistico la possibilità di collusione appariva poco probabile perché nel procedimento di calcolo la media è arrotondata al terzo numero decimale, con l'eliminazione dei valori più alti e più bassi del 15%: tali accorgimenti favoriscono a ridurre l'impatto sulla media finale di eventuali valori errati e di anomalie.

Al fine di rendere il più veritiero possibile il valore del tasso, l'Emmi ha inoltre fissato una serie di procedure regolamentari mirate alla modificazione del tasso, previa consultazione di vari stakeholders, qualora dovessero essere identificati errori durante il calcolo. Gli stakeholders consultati al fine della fissazione dei criteri furono molteplici. In primo luogo furono chiamati ad esprimere un giudizio in merito all'opportunità di ricalcolo del tasso entro un certo periodo di tempo, e sulla correttezza di aggiungere un'eventuale proroga a questo limite temporale e infine sulla fissazione di un preavviso per la valutazione del superamento delle soglie. Tra gli stakeholders consultati ci furono tutte le banche facenti parte del panel iniziale a cui furono aggiunte altre 22 esterne (ACI The Financial Markets Association, Banco BPI, Banco Finantia S.A., Banco Popular, Banco Popular Portugal, BANIF-Banco Internacional do Funchal SA, Bank of Ireland, Barclays Bank PLC Portugal, BHF Bank, BlackRock, Bloomberg, Caixa Central de Crédito

Agrícola Mútuo, Class Editori, Deutsche Pfandbriefbank AG, GRSS, IBnGR, KBC, Nasdaq, Novo Banco, OTP Banka Hrvatska, Romanian Banking Association, Royal Bank of Scotland)¹⁶.

In particolare fu fissato:

1. Un termine temporale per la segnalazione dell'errore (intraday¹⁷ fino alle 3 p.m.);
2. Una soglia massima di tolleranza dell'errore (è consentito un massimo di 2 punti base, per i quali non è prevista la correzione e quindi il nuovo calcolo).

Questi vincoli e accorgimenti in realtà, pur avendo molta rilevanza dal punto di vista teorico, non presentano pieno riscontro sul piano pratico. Infatti, è facilmente rilevabile come sia possibile ottenere una falsificazione del valore finale dell'Euribor alterando anche solo uno dei valori che sono comunicati dalle banche.

A titolo esemplificativo prendiamo in considerazione un panel formato da 44 banche e ipotizziamo che tutte trasmettono il valore reale ad eccezione della banca 21 che comunica lo 0,83% (seconda colonna della tabella) invece dello 0,85% (prima colonna della tabella), cioè un valore che risulta ancora nel range dei 2 punti base di tollerabilità. La variazione del valore comporta un'alterazione del valore dell'Euribor che passerebbe da un valore reale dello 0,842% ad un valore fittizio dello 0,841%, portando inevitabilmente il tasso al ribasso con una sola comunicazione alterata. Il risultato di maggior rilievo si avrebbe nell'ipotesi in cui la banca comunicasse un valore che supera il limite di tolleranza previsto dei 2 punti base: Ciò comporterebbe la sua esclusione dal calcolo finale del tasso, ma , contribuirebbe alla modificazione dello stesso. Infatti, considerando la banca 21, ipotizziamo che questa volta comunichi un valore pari allo 0,75% (evidenziato in grigio come gli altri valori che non rientrano nel computo finale del tasso): tale valore inciderebbe sul valore finale dell'Euribor che risulterebbe quotato a 0,839% (seconda colonna).

Infine nell'ultima colonna, viene fatto un esempio di collusione tra più banche (in particolare la 21, 23, 26, 30 e 35) che, come prevedibile, comporta il risultato che si discosta maggiormente da quello reale (0,832%).

¹⁶ Fonte : “SUMMARY OF FEEDBACK RECEIVED ON CONSULTATION ON INTRADAY EURIBOR RE-FIXING”, EMMI website.

¹⁷ Il termine “intraday” è molto utilizzato nel trading: si fa riferimento ad operazioni di brevissima durata che, appunto prevedono l'inizio e la fine in una giornata.

TAB. 1

	Tassi reali (%)	Manipolazione 1 banca (-2bps) (%)	Manipolazione 1 banca (-10bps) (%)	Collusione (%)
Banca 1	0,61	0,61	0,61	0,61
Banca 2	0,69	0,69	0,69	0,69
Banca 3	0,71	0,71	0,71	0,71
Banca 4	0,72	0,72	0,72	0,72
Banca 5	0,73	0,73	0,73	0,73
Banca 6	0,74	0,74	0,74	0,74
Banca 7	0,76	0,76	0,76	0,76
Banca 8	0,77	0,77	0,77	0,77
Banca 9	0,78	0,78	0,78	0,78
Banca 10	0,8	0,8	0,8	0,8
Banca 11	0,8	0,8	0,8	0,8
Banca 12	0,81	0,81	0,81	0,81
Banca 13	0,82	0,82	0,82	0,82
Banca 14	0,83	0,83	0,83	0,83
Banca 15	0,83	0,83	0,83	0,83
Banca 16	0,84	0,84	0,84	0,84
Banca 17	0,84	0,84	0,84	0,84
Banca 18	0,84	0,84	0,84	0,84
Banca 19	0,84	0,84	0,84	0,84
Banca 20	0,84	0,84	0,84	0,84
Banca 21	0,85	0,83	0,75	0,77
Banca 22	0,85	0,85	0,85	0,85
Banca 23	0,85	0,85	0,85	0,8
Banca 24	0,85	0,85	0,85	0,85
Banca 25	0,85	0,85	0,85	0,85
Banca 26	0,85	0,85	0,85	0,77
Banca 27	0,85	0,85	0,85	0,85
Banca 28	0,86	0,86	0,86	0,86
Banca 29	0,86	0,86	0,86	0,86
Banca 30	0,86	0,86	0,86	0,83
Banca 31	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 32	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 33	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 34	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 35	0,87	0,87	0,87	0,8
Banca 36	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 37	0,87	0,87	0,87	0,87
Banca 38	0,89	0,89	0,89	0,89
Banca 39	0,9	0,9	0,9	0,9
Banca 40	0,9	0,9	0,9	0,9
Banca 41	0,91	0,91	0,91	0,91
Banca 42	0,92	0,92	0,92	0,92
Banca 43	0,92	0,92	0,92	0,92
Banca 44	0,98	0,98	0,98	0,98
Percentile 15	0,765	0,765	0,755	0,765
Percentile 85	0,881	0,881	0,881	0,881
Euribor 3m	0,842	0,841	0,839	0,832

Fonte: Mandarà M., Rossi M. (2013)

E' quindi evidente come la struttura del tasso si presti facilmente ad eventuali manipolazioni, legate ai possibili vantaggi economici. Infatti, nonostante i valori si discostino di pochi punti percentuali, come nell'esempio indicato, è necessario ricordare che l'Euribor è un tasso di portata notevole al quale sono stati indicizzati circa 220 miliardi di US \$, per questo anche a piccolissime oscillazioni percentuali comportano rilevanti riazioni monetarie.

2.2 Il cartello bancario e la collusione

La manipolazione dell'Euribor si inserisce in un contesto molto più ampio che è quello della contemporanea manipolazione del tasso Libor, che rappresentano i due tassi fondamentali per il mercato interbancario e monetario europeo.

Presenta le seguenti caratteristiche comuni con l'Euribor:

- Sono tassi interbancari;
- Il metodo di calcolo: entrambi sono tassi medi, ma per il computo del Libor vi partecipano da un minimo di 7 ad un massimo di 18 banche (numero inferiore rispetto all'Euribor) e in questo caso nel conteggio non vengono considerati i valori più alti e più bassi del 25%;
- Sono tassi di riferimento per la valutazioni di altri tassi, per mutui e prodotti derivati;
- È disponibile per varie scadenze: dall'overnight all'annuale.

Le peculiarità fondamentali che differenziano il Libor dall'Euribor sono principalmente due:

- Le valute di riferimento: il primo è presente per tutte le principali valute mondiali (dollaro USA, canadese, australiano; Yen; sterlina; franco svizzero; corona danese e svedese) il secondo tasso viene calcolato in Euro;
- Il valore fornito da ogni banca per la formulazione del Libor fornisce una misura sulla sua affidabilità e solidità.

Per comprendere il peso che anche il Libor ha nel mercato è sufficiente pensare che si stima che il totale delle operazioni indicizzate a tale tasso ammonta ad un valore complessivo che oscilla tra i 300.000 e 800.000 miliardi di USD.

Considerata la loro importanza, la scoperta della loro manipolazione destabilizzò i mercati in maniera significativa.

Le condotte collusive al fine della manipolazione dei tassi Euribor e Libor ebbero inizio nel Gennaio del 2005 ad opera delle banche incaricate di fissare i benchmarks e si protrassero fino al 2011. In effetti si può ipotizzare la presenza non certa di manipolazioni anche nei periodi pregressi. Con riferimento al periodo precedentemente indicato (2005) è risultato chiaro che le prove in possesso delle autorità inglesi hanno evidenziato la presenza di un comportamento fraudolento atto ad alterare la fissazione dei tassi, e conseguentemente di ogni operazione indicizzata al loro andamento

Le condotte collusive furono attuate mediante l'utilizzo di quattro diverse strategie:

1. Proponendo valori che, considerando le richieste degli operatori interni, riuscivano a far trarre vantaggi dalle posizioni di negoziazione sui derivati;
2. Proponendo valori che soddisfacevano le richieste effettuate dagli operatori o da altri intermediari presso panel di banche esterni;
3. Chiedendo ad altre banche centrali di mostrarsi favorevoli rispetto alle proprie posizioni di negoziazione sui derivati e generalmente sull'intero mercato monetario;
4. Chiedendo agli intermediari finanziari di divulgare informazioni errate sui tassi d'interesse sui quali si basavano le altre banche in modo che ne potessero condizionare le decisioni.

Quindi quattro tecniche che, tramite preventivi accordi, prevedono scambi reciproci di favori e agevolazioni, a discapito di innumerevoli clienti.

Con l'ausilio di tre teorie, è stato possibile identificare con maggior precisione quali furono gli incentivi che spinsero alla collusione: la "Reputational Theory" o anche "Stigma Hypothesis" (Mollenkamp e Whitehouse 2008; Poskitt 2009), la "Incentives Theory" (Snider Youle 2009; Abrantes-Metz et al. 2008; Gyntelberg e Wooldridge 2008; Peng et al. 2008; Kuo et al. 2010) e la "Trading Theory".

La prima teoria si riferisce particolarmente alla manipolazione del Libor e sostiene che il sia stato da sempre manipolato per rendere manifesta la solidità degli istituti finanziari. Molte banche sfruttavano la possibilità di manipolazione, fornendo un valore più basso per apparire sui mercati più stabili e affidabili di ciò che erano realmente. Questa rappresentazione effimera della realtà si acuì nei periodi di crisi. Il giudizio che le banche hanno all'interno del mercato è di fondamentale importanza per il loro operato: numerosi sono gli studi in merito al binomio reputazione-operatività che sosterranno questa tesi (Spence 1973, Gorton 1996, Johnson 1997, Fang 2004, Livingston e Miller 2000, Hubbard 2002). Tale teoria infatti, trova riscontro soprattutto in seguito alle possibili alterazioni del tasso verificatesi successivamente alla grave crisi finanziaria del 2007; tale strategia venne adottata unilateralmente dalle banche centrali.

Poskitt estese la "Reputation Theory" anche alla manipolazione dell'Euribor, affermando che «the Euribor fixing shows evidence consistent with strategic quote behavior» (Poskitt, 2009), ovvero che anche su questo tasso particolari valori adottati artificialmente avrebbero permesso alle banche di mostrarsi più affidabili. Tuttavia, l'applicabilità di quest'ipotesi anche sul tasso Euribor non ha trovato riscontri di mercato.

La seconda teoria, nota anche come "Extractive Theory" o "Portfolio Theory", si basa su una argomentazione prevalentemente economica: la spinta della quotazione del tasso verso il basso

porterebbe guadagni notevoli, infatti l'aumento o la diminuzione del tasso potrebbe generare per ogni banca perdite o guadagni di circa 4 milioni di dollari.

Tale teoria si fonda sulla consapevolezza dell'esistenza di un conflitto d'interesse e sull'enorme esposizione che i portafogli di queste banche hanno rispetto ai tassi esaminati. Infatti, le banche che fissano i benchmarks sono le stesse che negoziano numerosi contratti finanziari indicizzati a questi tassi possono ottenere, a discapito dei clienti, dei guadagni decisamente superiori. A differenza della prima teoria, che prevede comportamenti unilaterali, questa presuppone accordi e collusione tra le varie banche.

Infine la "trading theory" pur presupponendo vantaggi economici e monetari come la precedente, si fonda su presupposti diversi. Infatti mentre la precedente basa infatti i guadagni su alterazioni del tasso che incidono su portafogli complessi questa ipotizza il conseguimento di maggiori guadagni per manipolazioni effettuate su singole operazioni.

Gli incentivi alla manipolazione furono molteplici e, nonostante si pensasse che il meccanismo di determinazione dei tassi (Euribor e Libor) fosse molto avanzato fu oggetto di una chiara manipolazione.

2.3 L'inizio dei controlli e lo scioglimento del cartello

Le banche per anni continuarono indisturbate ad alterare i valori dei tassi, traendone quindi ogni tipo di guadagno, sia in termini economici che di prestigio rispetto ai concorrenti. Tali condotte collusive si protrassero finché non iniziò a vacillare l'ipotesi di impossibilità di manomissione dei tassi.

In particolare l'affidabilità del Libor venne messa in dubbio già nel 2007 durante un convegno che si svolse alla Bank of England tra i rappresentanti delle principali banche mondiali che evidenziarono le quotazioni anomale del tasso. Tali dubbi trovarono risposte concrete solamente nel 2012 quando si conclusero i primi controlli che evidenziarono le manipolazioni che riguardavano anche l'Euribor e il Tibor¹⁸.

¹⁸ Il Tibor rappresenta il tasso equivalente al Libor che viene utilizzato sul mercato giapponese, quindi è espresso in Yen. Infatti, a causa dello scandalo che scoppiò a seguito della scoperta di manipolazione del tasso europeo, l'inchiesta si estese a tutti gli altri tassi, particolarmente al Tibor.

Uno dei primi segnali delle anomalie presenti fu la scoperta di un'e-mail inviata, il 28 agosto 2007 da un funzionario della Barclays a un'ampia platea di soggetti interessati, (tra cui operatori della Federal Bank di New York, della Banca Mondiale, del Ministero delle Finanze olandese, della Bank of England e della UK Financial Services Authority FSA)¹⁹ nella quale erano venivano esposti i dubbi sulla persistenza di bassi livelli dei tassi. Nonostante la mail fu inviata dalla Barclays in seguito si evidenziò che la banca fu tra quelle maggiormente coinvolte nella manipolazione.

Alla FSA era nota la situazione di incertezza circa la stabilità del tasso, in quanto il suo valore non era corrispondente all'andamento del mercato, rivelando così la presenza di irregolarità. In effetti, di tali irregolarità se ne discuteva già da tempo presso la sede della FSA che però non intervenne in alcun modo né continuò le indagini in maniera approfondita, ritenendo che tali compiti fossero di competenza della British Bankers' Association (BBA), operativa nel settore bancario e dei servizi finanziari. La FSA si limitò a seguire e ad analizzare le indagini, che venivano portate avanti dalla BBA che operava al fine di verificare che il panel fornisse dati corretti.

Lo scandalo iniziò a diffondersi quando l'ipotesi della manipolazione e i dubbi circa l'attendibilità del tasso venne resa pubblica. (Wall Street Journal del 16 Aprile 2008) :

«uno dei più importanti barometri della salute del mondo finanziario, starebbe emettendo falsi segnali [...] I crescenti sospetti sulla veridicità del LIBOR, suggeriscono che i problemi delle banche, potrebbero essere peggiori di quelli che esse sperano di dover ammettere»²⁰.

Anche il Financial Times del 2 Giugno 2008 pubblicò un articolo nel quale venivano pubblicamente esposti i dubbi in merito all'affidabilità del Libor: il tasso appariva troppo basso, innescando il sospetto che il panel avesse fornito valori più bassi per non evidenziare la loro scarsa disponibilità di liquidità.

Queste dichiarazioni scossero ovviamente l'intera economia mondiale, dal momento che venne messo in discussione non solo il tasso, ma anche la reputazione di tutte le banche facenti parte del panel. Perciò, dopo le pubblicazioni degli articoli da parte delle testate americane, intervenne direttamente la CFTC²¹, che, tramite una comunicazione ufficiale destinata alla FSA, chiese che venissero chiariti i sospetti e i dubbi in merito al tasso, ricevendo però scarse risposte, poco utili a sanare la situazione. Contemporaneamente, dopo le dichiarazioni degli articoli, la BBA incitò con

¹⁹ La FSA fu un'agenzia che operò nel Regno Unito da Dicembre 2001 ad Aprile 2013, anno in cui venne sostituita dalla FCA (Financial Conduct Authority) occupandosi della regolamentazione e della liceità delle attività finanziarie.

²⁰ Fonte: The Wall Street Journal by Carrick Mollenkamp

²¹ La CFTC è un'agenzia governativa americana, con sede a Washington, che disciplina i mercati futures e delle opzioni.

una comunicazione tutte le banche del panel a comunicare tassi che rispondessero a valori reali, al fine di evitare (o limitare) lo scandalo.

Dopo circa due mesi, la CFTC si rivolse contemporaneamente alla FSA, alla BBA e ad alcune delle banche del panel, incentivando la FSA a dare inizio ai primi veri controlli giudiziari formali.

In questa situazione di alta tensione ed instabilità la BBA cercò addirittura di sottrarsi dal suo ruolo, tramite la dichiarazione di Angela Knight (CEO della BBA) che, il 25 Aprile 2008, affermò che l'organizzazione riusciva a gestire difficilmente il peso sempre più forte che era legato al Libor. Tali dichiarazioni non trovarono applicazione in quanto la BBA non formalizzò l'abbandono dalla scena economica, probabilmente perché i suoi interessi al controllo del mercato erano prevalenti.

Il 29 Maggio 2008, il Wall Street Journal pubblicò un'analisi effettuata da Mollenkamp e Whitehouse con la quale venne reso noto come molte banche stavano indicando valori alterati per il calcolo del Libor, più bassi di quelli desumibili dal mercato. In tale articolo venne evidenziato che i dati forniti non erano tratti da fonti ufficiali ma il risultato di una indagine, quindi non era sufficiente a dare l'effettiva certezza che il tasso fosse stato manipolato. La mancanza di una plausibile giustificazione alla determinazione di tali tassi contribuì allo scoppio dello scandalo.

Infatti, a partire dal Novembre del 2008, sia l'Office of Fair Trading (OFT) che la FSA avviarono le indagini, esprimendo la loro preoccupazione riguardo l'eventuale collusione tra le banche del panel. Nonostante ufficialmente l'inchiesta venne aperta, in realtà la FSA incitò più volte l'OFT a non approfondire le indagini e ad archiviare il caso, in quanto la BBA stava già prendendo provvedimenti per una maggior trasparenza sulla determinazione del tasso. Fortunatamente le indagini proseguirono, tanto che nel 2011 iniziarono i controlli anche da parte delle autorità garanti della concorrenza, che li estese fino al Giappone, effettuando analisi anche sul tasso Tibor, la cui affidabilità era stata già messa in discussione.

I controlli iniziarono anche da parte della Commissione Europea in seguito a trattamenti di favore che vennero richiesti da UBS e Barclays: i controlli si concentrarono dapprima sull'Euribor e poi vennero estesi anche al Libor e al Tibor.

Fu dal 2011 quindi che si pose fine alle condotte collusive, determinando lo scioglimento del cartello che per circa 10 anni manipolò l'intero mercato. Nel 2011 infatti i controlli erano ormai troppo stringenti per permettere ulteriori anomalie: oltre ai regolatori finanziari e alle autorità garanti della concorrenza, si aggiunsero la Sezione Antifrode (FRD) del Dipartimento di Giustizia americano in collaborazione con la CFTC e la Sezione Antitrust del Dipartimento di Giustizia, indagando sia sull'operato delle banche che dei singoli soggetti. L'anno successivo alle indagini si aggiunse anche la UK Serious Fraud Office, agenzia incaricata dei controlli su presunte frodi gravi.

Dopo lo scandalo mondiale, si chiuse così una lunga fase di sotterfugi e inganni, lasciando il mercato europeo fortemente instabile e vacillante.

2.4 Il progetto EURIBOR con il tasso ESTER

Lo scandalo emerso nel 2012 della manipolazione dell'Euribor fece crollare ogni certezza circa la sua affidabilità, causando non solo migliaia di euro di sanzioni a carico delle banche, ma conducendo il mercato all'instabilità essendo privo di tassi solidi. In questo clima di forte precarietà, era necessario che venissero attuate subito delle misure volte a risanare il mercato e ad assicurare una maggior sicurezza dei tassi.

Alla fine del 2013, dopo un anno di attività, l'EMMI ha reso pubblico il progetto di riformulazione dell'Euribor, con il quale è previsto sia un nuovo tasso che una serie di riforme volte a rafforzare le autorità di sorveglianza e di controllo .

L' "Euribor+ Project" presenta alcuni punti chiave che mirano a rafforzare:

- Governance: rafforzare il controllo e l'organizzazione tramite strutture apposite, direttive, regole e procedure;
- Qualità del tasso: controllarne periodicamente l'attendibilità, analizzando in particolare *l'interesse sottostante*;
- Qualità del calcolo: introdurre nuove direttive più rigide e fiscali ed assicurarsi che queste vengano inserite adeguatamente nella *metodologia di determinazione*;
- Responsabilità: inserire nuove linee di condotta molto più rigide, valide sia per le banche del panel che per i terzi.

L'Emmi indica due componenti fondamentali per la definizione del nuovo Euribor: l'interesse sottostante e la metodologia di determinazione: queste furono le lacune più evidenti del tasso precedente (e ancora in vigore) che determinarono il comportamento manipolativo.

L' interesse sottostante identifica la variabile economica in funzione della quale il tasso viene definito e rappresenta il motivo per cui viene determinato il tasso mentre la metodologia di determinazione individua le modalità di calcolo dell'interesse sottostante.

L'EMMI elaborò il progetto del nuovo "Euribor ibrido", in base alle indicazioni estrapolate direttamente dalla relazione del Financial Stability Board (FSB) in cui venivano indicati specificatamente i parametri da rispettare nell'elaborazione dei tassi "-ibor". In base a tali

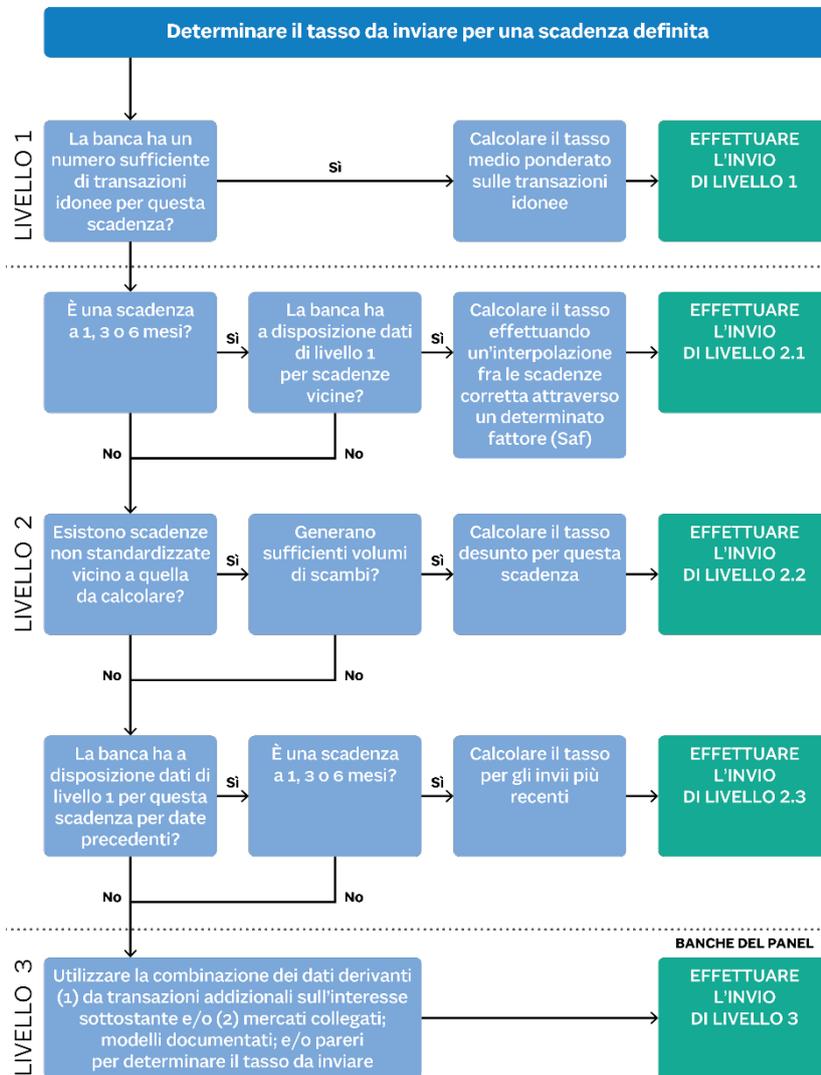
parametri si imponeva che il tasso rimanesse quanto più stabile di fronte ad alterazioni di mercato e che le possibilità di manipolazione fossero ridotte al minimo, sollecitando il raggiungimento di questi obiettivi in tempi brevi. A tale scopo il progetto venne diviso in due fasi distinte: la prima, oggi terminata, prevedeva l'istituzione di una task force che si occupasse della fase iniziale di pianificazione e raccolta dati e della formulazione dei nuovi parametri del tasso; la seconda, quella più delicata, è in corso dal 2015 e prevede che le ricerche e le procedure determinate nella prima fase vengano introdotte e attuate. Infatti, fin da Maggio 2017, con la conclusione della prima fase per programma, l'Emmi opera al fine di elaborare la nuova metodologia ibrida, servendosi non solo del lavoro della task force istituita appositamente, ma anche della sorveglianza dell'autorità belga per i servizi finanziari e i mercati (Fsma).

Il progetto di riformulazione dell'Euribor, ha reso il processo di calcolo decisamente più complesso, rendendo molto meno probabile il verificarsi di atti fraudolenti. In particolare il nuovo metodo di determinazione è stato reso noto il 12 Febbraio 2019 dall'Emmi e prevede un'articolazione del calcolo su 3 livelli, che hanno portato il nuovo tasso ad essere definito "ibrido" proprio per la possibilità di determinazione su diverse scadenze e con varie metodologie, ma soprattutto per il notevole cambiamento che prevede il calcolo basato su transazioni effettive e non sulle quotazioni. Il livello 1 prevede il calcolo del tasso medio ponderato basato sulle transazioni effettuate e concluse dalla banca entro la scadenza stabilita T.

Il calcolo del livello 2 viene adoperato nel caso in cui non si abbiano dati sufficienti per il primo livello, cioè non si abbiano operazioni sufficienti per la data T: in questo caso è sufficiente che la banca abbia effettuato operazioni ravvicinate alla data T, che possono essere utilizzate per il calcolo su questo livello. Il secondo livello prevede a sua volta 3 tipologie di calcolo, che corrispondono a 3 diversi sottolivelli (2.1; 2.2; 2.3).

L'ultimo livello, il 3, prevede l'uso di 2 fonti di dati: quelli deducibili da operazioni derivanti dall'interesse sottostante che però non potevano essere considerate nei primi due livelli e quelli deducibili da mercati correlati al mercato monetario dell'euro.

Nello schema sottostante, pubblicato dall'Emmi, sono definite dettagliatamente le procedure e gli step da seguire per il calcolo del tasso su ogni livello.



Fonte: IISole24Ore

L'Emmi non ha definito dei veri e propri criteri di valutazione per quest'ultima tipologia di dati, ma stabilisce che le banche del panel debbano salvaguardare la stabilità della loro analisi, procedere al calcolo utilizzando le procedure del livello 2.2 e fornire una stima dei loro costi di finanziamento non garantiti (per questa ragione il livello 3 è infatti noto come il livello del "giudizio degli esperti").

La formulazione e l'attuazione del progetto è il frutto di un lavoro di cooperazione svolto da più organi direttivi: il consiglio di amministrazione dell'Emmi, l'assemblea generale dell'Emmi e il comitato direttivo dell'Emmi. L'operato del consiglio di amministrazione e dell'assemblea generale è diretto alla risoluzione di complicazioni derivanti dalla formulazione della nuova metodologia, alla modificazione di contraddizioni con il codice di condotta dell'Euribor e affida quotidianamente procedure di lavoro al comitato direttivo. Quest'ultimo a sua volta si occupa delle questioni maggiormente pratiche, ponendo particolare attenzione sulla transizione che prevede il passaggio dal vecchio al nuovo Euribor, cercando di evitare squilibri economici. Anche dopo l'ufficiale passaggio al tasso ibrido, gli organi istituzionali attuali rimarranno invariati: l'Emmi conserverà il suo dovere di vigilanza sul tasso, assicurandone il corretto funzionamento; il sistema TARGET continuerà ad operare per il calcolo del tasso secondo le direttive stabilite, il panel di banche dovrà continuare ad indicare i valori sulla base del nuovo progetto, rispettando il codice di condotta del panel. Per la formulazione del nuovo "Euribor ibrido" l'Emmi si è servita della consultazione di molti soggetti che ne erano interessati direttamente o indirettamente, al fine di garantire più trasparenza possibile al tasso. Le parti coinvolte in questo processo sono state molteplici: istituzioni, banche, società di consulenza e associazioni di categoria sono state chiamate a rispondere su alcuni aspetti critici e delicati del nuovo progetto. Specificatamente, le richieste dell'Emmi riguardavano pareri sull'introduzione di un calcolo articolato su più livelli, dato che non era mai stato previsto un calcolo simile per un tasso, e sulle modalità di calcolo del livello 2. Questa fase di consultazione è terminata il 30 Novembre 2018, con l'ottenimento di 37 feedback da parte dei soggetti interessati e la pubblicazione di un documento da parte dell'Emmi in cui si rendevano noti non solo i riscontri della consultazione, ma anche i risultati di una fase in cui venne sperimentato il nuovo metodo di calcolo.

Ad oggi, pur essendo giunti alla definizione della nuova metodologia, ancora non si è riusciti ad introdurla e renderla attiva in quanto, pur avendo definito il progetto a livello pratico, è necessario che ogni procedura e ogni normativa sia allineata con i principi internazionali per evitare che la sostituzione dei tassi provochi dissesti. L'Emmi prevedeva che l'effettiva sostituzione del vecchio tasso con il nuovo sarebbe avvenuta il 1° Gennaio 2020, successivamente è stata prevista una posticipazione al 1° Gennaio 2022.

Tuttavia non è difficile che il processo di introduzione venga ancora posticipato, come già successo negli anni scorsi, in quanto ciò costituirebbe sicuramente un vantaggio per le banche che potrebbero continuare ad adottare il sistema vigente ancora per parecchi anni. Ciò è dimostrato anche da recenti indagini da cui risulterebbe che soltanto il 12% delle banche sia in grado di effettuare il passaggio

da un tasso all'altro: per il resto degli istituti pare non siano stati stanziati neppure fondi in grado di sopportarne i costi.

Se per l' "Euribrido" è necessario aspettare ancora qualche anno, è prevista un'altra novità per ottobre 2019: il nuovo tasso Ester, in sostituzione del tasso Eonia. Anche il tasso Eonia risultò notevolmente instabile e poco affidabile dopo lo scandalo che investì l'Euribor. Il tasso Eonia risulta particolarmente legato al tasso Euribor, in quanto viene utilizzato per transazioni overnight effettuate sul mercato interbancario europeo, differenziandosi per la durata dell'operazione. Se per l'Euribor il nuovo progetto è stato definito dall'Emmi, per la formulazione del tasso Ester è stata incaricata direttamente la Bce. Anche per Eonia le trasformazioni mirano a fare chiarezza sul tasso, rendendolo più stabile e robusto: tramite un comunicato, il 15 Maggio 2019, la Bce ha comunicato il piano d'azione per l'introduzione di Ester, stabilendo per il 2 Ottobre 2019 l'ufficiale ingresso del tasso sul mercato (con l'aggiunta di uno spread) e l'eliminazione di Eonia dal mercato alla fine del 2021, prevedendo per due anni la contemporanea operatività dei due tassi. Infatti, per evitare che il passaggio da un tasso all'altro sia eccessivamente brusco e dannoso per la continuità delle operazioni, la Bce ha stabilito che Eonia continuerà ad essere utilizzato per i contratti già operativi, ma se per questi la scadenza è prevista per una data successiva al 2021 è necessario che gli operatori effettuino il passaggio al tasso Ester. Proprio al fine di rendere il passaggio al nuovo tasso meno drastico possibile, da marzo 2017 è in vigore il cosiddetto tasso Pre-Ester, anch'esso regolato dalla Bce e calcolato secondo i parametri previsti per il tasso Ester. Il Pre-Ester è stato introdotto al fine di effettuare una sorta di indagine preliminare per verificare sul mercato, prima dell'ufficiale inserimento di Ester, il corretto funzionamento e andamento del tasso paragonandolo con il tasso Eonia. Da tale confronto il nuovo risulta decisamente meno mutevole rispetto al precedente, assicurando il raggiungimento degli obiettivi di stabilità e chiarezza che la Bce si era prefissata. Come per il nuovo Euribor, anche per la formulazione del tasso Ester è stata consultata un'ampia gamma di stakeholders, per un totale di 54 agenti che hanno fornito opinioni e pareri riguardo la struttura del nuovo tasso.

Quest'ultimo presenta numerose diversità rispetto al suo predecessore:

- La gestione: per Eonia l'amministrazione è affidata all'Emmi, per Ester alla Bce;
- La modalità di calcolo: Eonia è un tasso calcolato come media dei valori forniti dalle banche del panel, Ester sulle transazioni eseguite;
- L'intervento delle banche nel calcolo: per Eonia ciascuna delle 28 banche del panel fornisce volontariamente un valore, per Ester forniranno una comunicazione tramite il regolamento MMSR (Money Market Statistical Reporting).

Sia l'Emmi che la Bce appaiono quindi fortemente impegnate nella formulazione dei due nuovi benchmark portanti per il mercato finanziario europeo, mettendo in atto una delicata trasformazione dei processi e degli indici di riferimento che dovrebbe rendere più solido e sicuro l'intero Eurosystem ed evitare il verificarsi di nuovi scandali.

3. Gli effetti legali derivanti dallo scandalo

3.1 La violazione delle normative antitrust

Dopo lo scandalo del 2012 in seguito alla scoperta della manipolazione dei tassi, le banche coinvolte hanno subito un ridimensionamento notevole della propria libertà, passando dall'agire indisturbatamente per anni al dover affrontare indagini, procedimenti giudiziari e richieste di risarcimento dalle autorità europee e americane. Le condotte collusive portate avanti rappresentano infatti una delle più grandi frodi mai verificatesi, violando non solo le regole interne che vigevano per il panel di banche, ma le leggi portanti della concorrenza e del mercato che regolano l'intera economia. Con i reati di abuso di posizione dominante e creazione di un cartello limitativo della concorrenza, le banche sono state accusate di violazione della legislazione antitrust, che rappresenta dunque il presupposto giuridico per l'inizio dei controlli, per le indagini e per la formulazione delle sentenze successive, in base alle quali verranno stabilite non solo le sanzioni pecuniarie, ma anche eventuali risarcimenti per i soggetti vittime della manipolazione.

La Commissione Antitrust europea ufficializzò l'inizio delle indagini per accertare l'esistenza del cartello il 19 Ottobre 2011 giungendo non solo a confermarne l'esistenza, ma stabilendo che gli atti collusivi si svolsero violando i principi legislativi stabiliti dall'art. 101 TUEF (Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea) e dall'art. 53 EEA (European Economic Area), entrambi norme fondamentali per il mercato.

In base all'art. 101 del TUEF:

«1. Sono incompatibili con il mercato interno e vietati tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato interno ed in particolare quelli consistenti nel:

- a) fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni di transazione;
- b) limitare o controllare la produzione, gli sbocchi, lo sviluppo tecnico o gli investimenti;
- c) ripartire i mercati o le fonti di approvvigionamento;
- d) applicare, nei rapporti commerciali con gli altri contraenti, condizioni dissimili per prestazioni equivalenti, così da determinare per questi ultimi uno svantaggio nella concorrenza;

e) subordinare la conclusione di contratti all'accettazione da parte degli altri contraenti di prestazioni supplementari, che, per loro natura o secondo gli usi commerciali, non abbiano alcun nesso con l'oggetto dei contratti stessi.

2. Gli accordi o decisioni, vietati in virtù del presente articolo, sono nulli di pieno diritto. »²²

L'art. 53 dell'EEA riprende i tratti principali dell'art.101 del Trattato, anche se con poche ma significative modifiche: il riferimento al “commercio tra gli stati membri” è sostituito da un riferimento più generico a “le parti contraenti” e la menzione sulla concorrenza “all'interno del mercato interno” è sostituito dalla concorrenza “all'interno del territorio coperto dall'Accordo EEA”.²³

Dagli articoli si può facilmente desumere la natura dell'illecito, che si configura “nell'accordo tra imprese” ... “che ha per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza”. La struttura di entrambi gli articoli mira a rendere quanto più ampio possibile l'ambito di applicazione degli stessi, facendo rientrare nel divieto ogni forma di atto o fatto volto all'alterazione del regolare svolgimento del mercato, anche quando non sia stato esplicitamente previsto un accordo o un piano comune, come nel caso di manipolazione dei tassi: è dunque sufficiente la coordinazione tra le imprese, indipendentemente dal fatto che l'accordo sia implicito e esplicito.

Un altro punto focale degli articoli grazie al quale si può chiaramente individuare l'illecito è il divieto di “fissare direttamente o indirettamente i prezzi d'acquisto o di vendita ovvero altre condizioni di transazione”. Infatti, l'obiettivo della manipolazione corrispondeva perfettamente con la volontà di controllare e modificare i prezzi dei prodotti derivati, assumendo in questo modo il controllo del mercato e causando la restrizione della concorrenza. Infatti, per la determinazione dei prezzi, le banche si servirono di accordi prestabiliti e di scambi reciproci di informazioni determinando in questo modo la restrizione della concorrenza violando l'Art. 101, approvato proprio per la tutela di quest'ultima. Dunque, le politiche adottate sono fortemente in contrasto con le leggi antitrust indicate, le quali risultano applicabili in ogni situazione elencata, ad esclusione sia dei casi in cui gli accordi in questione siano finalizzati al progresso economico e/o tecnico, che dei vantaggi che ne derivino siano partecipi anche i consumatori e che non ne derivino restrizioni della concorrenza. Dato che in nessuna di queste fattispecie previste è possibile collocare il caso di manipolazione dei tassi in questione, non si potrebbe in alcun modo evitare di indicarlo come illecito per violazione della legislazione antitrust.

²² Fonte: eur-lex.europa

²³ Fonte: Commissione europea, DG Competition

Alcune correnti di pensiero hanno perfino sostenuto che la struttura stessa dell'Euribor non fosse regolamentare, ritenendo la procedura di calcolo non conforme alle normative antitrust.

Tale teoria si basa appunto sulla presunta violazione della legge 10/10/1990 n.287 – norme per la tutela della concorrenza e del mercato – art. 2, che vieta l'esistenza di intese volte alla restrizione della concorrenza. In effetti, la stessa diffusione del calcolo dell'Euribor è affidata alla European Banking Federation che opera in rappresentanza degli interessi privatistici di oltre 5000 banche europee dislocate in 31 diversi paesi e non degli interessi pubblici degli utenti bancari, i quali non concorrono in nessun modo alla formulazione o alla diffusione del tasso, neppure con funzione di mero controllo. In questo senso va a considerarsi la presunta violazione dell'art.2 della legge n.287/1990: la regolarità del tasso viene compromessa, oltre che dalla procedura stessa del calcolo che avviene da un numero limitato di banche, dalla mancanza di un controllo legale da parte di autorità pubbliche nazionali o europee, rimanendo quindi unicamente sotto il totale controllo delle banche del panel e degli istituti privati di vigilanza. Questa incompatibilità con la legge antitrust italiana è stata già oggetto di analisi da parte sia della Corte di Cassazione che dell'AGCM, che hanno inoltre evidenziato come la stessa adozione del tasso rappresenti per le banche del panel un'imposizione, la cui violazione comporterebbe sanzioni pecuniarie e amministrative e, in alcuni casi, l'esclusione dal panel.

Nonostante ci fossero dubbi in merito alla struttura del tasso e alla sua presunta illiceità, non vi sono dubbi in merito all'esistenza del cartello con conseguente violazione delle norme antitrust: illecito di cui risposero alcune banche del panel in solido, in particolare la Deutsche Bank, la Société Générale e la Royal Bank of Scotland, che operarono per l'alterazione dei tassi in maniere ben più incisiva rispetto alle altre.

3.2 L'iter giudiziale

Il cartello bancario operò da settembre 2005 fino a maggio 2008, anno in cui si diffusero i primi dubbi in merito all'attendibilità del tasso, anche se il suo effettivo scioglimento si ebbe nel 2011, anno in cui le indagini e i controlli divennero maggiormente stringenti.

La Commissione Antitrust europea avviò ufficialmente l'indagine il 18 ottobre 2011 a seguito di varie sollecitazioni dovute allo scandalo pubblico che stava dilagando, in quanto l'incertezza del tasso stava avendo un impatto notevole su tutti gli strumenti finanziari legati ad esso.

L'episodio decisivo che condusse la Commissione all'inizio delle indagini fu proprio una segnalazione effettuata dalla Barclays in merito all'esistenza del cartello; la banca britannica, in un

clima di forte tensione e incertezza riguardo la legalità del tasso, ammise l'esistenza del cartello ed espresse la propria volontà e disponibilità a voler collaborare nelle indagini, al fine di ottenere una riduzione della pena.

La Barclays, nonostante fosse uno dei principali istituti che operò per la manipolazione, con quest'ammissione di colpa fece appello alla Comunicazione sul "Trattamento favorevole del 2006" della Commissione relative alla "Immunità dalle sanzioni e riduzione delle ammende nei casi di cartello", grazie al quale il 14 ottobre 2011, ai sensi del punto 15, ottenne l'immunità, risultando l'unico istituto non sanzionato dalla Commissione. Con il prosieguo delle indagini, anche l'operato della Deutsche Bank, della Société Générale e della RBS venne posto sotto il controllo della Commissione, alla quale anche questi istituti, facendo appello alla Comunicazione, richiesero un trattamento di favore, rinunciando a difendersi e denunciando l'illecito. In concomitanza con i punti 24 e 25 del Trattamento Favorevole, che prevedono una riduzione dell'ammenda nel caso in cui gli istituti coinvolti diano elementi probatori tali da conferire un "valore aggiunto" allo svolgimento dell'indagine per dimostrare l'esistenza del cartello, le banche in questione riuscirono ad ottenere una diminuzione della sanzione definitiva. Ciò è stato possibile anche in seguito alla richiesta ufficiale effettuata dalle banche per la riduzione dell'ammenda e per la comunicazione degli elementi probatori, come specificatamente indicato dal punto 27 della Comunicazione.

Le proposte di transazione ufficiali, che vennero effettuate da ciascuna delle quattro banche in questione ai sensi dell' Art. 10 (2) del Regolamento CE, furono inviate alla Commissione e ognuna conteneva:

- un'ammissione del proprio coinvolgimento nei fatti, specificando la durata, il proprio ruolo all'interno del cartello e delineando le modalità di svolgimento dell'azione;
- una previsione dell'importo massimo della sanzione che avrebbero accettato durante le procedure giudiziarie;
- una dichiarazione in cui si confermava di avere sufficienti informazioni per portare a conoscenza dei fatti la Commissione;
- la rinuncia alla possibilità di accedere al fascicolo e di intervenire in udienza;
- l'accettazione a ricevere la Comunicazione degli Addebiti che sarebbe stata stabilita successivamente con la sentenza finale.

Dalle proposte di transazione ufficiale emersero e trovarono conferma le attività illecite che fino ad allora erano state solamente ipotizzate: ciascuna banca, con il riconoscimento della propria responsabilità, aiutò la Commissione per la ricostruzione dei fatti e in particolare si riuscì a determinare la durata e la natura dell'illecito per ogni banca.

Quelle maggiormente coinvolte risultarono la Barclays e Deutsche Bank, entrambe coinvolte nell'accordo dal 29 settembre 2005 al 30 maggio 2008, la Société Générale dal 31 marzo 2006 al 30 maggio 2008 e la RBS dal 26 settembre 2007 a maggio 2008. Con la presentazione della richiesta di immunità gli istituti si impegnarono a rispettare una serie di condizioni stabilite dal punto 12: collaborare al fine di fornire ogni elemento utile alla ricostruzione dei fatti; mettere a disposizione per le indagini le testimonianze di operatori e dirigenti; non eliminare, falsificare o occultare prove che testimoniano l'esistenza del cartello; non rendere pubblica la richiesta di riduzione dell'ammenda prima che la Commissione non abbia pronunciato la sentenza, salvo diversa pattuizione; inoltre era necessario che l'operatività del cartello fosse ufficialmente cessata.

3.3 Le sentenze definitive

Le confessioni e gli elementi probatori forniti da ogni istituto indagato resero lo svolgimento dell'indagine molto più rapido, permettendo l'emanazione della sentenza pochi anni dopo. Nonostante la sentenza fu elaborata e trasmessa agli istituti interessati il 4 dicembre 2013, questa venne resa pubblica solamente tre anni dopo, il 28 ottobre 2016, dopo anni di pressioni durante i quali il testo della sentenza rimase occulto. Questi anni di attesa furono particolarmente instabili, perché, anche se era ormai certo che la manipolazione fosse avvenuta, non vi era l'ufficialità, che si sarebbe avuta solo con la pubblicazione della sentenza emessa dalla Commissione. Nel corso dei tre anni ci furono numerosi interventi di sollecitazione rivolti all'Authority UE affinché venisse pubblicata la decisione del 2013: questa sarebbe servita ad autorizzare le richieste di rimborso da parte dei soggetti ingiustamente danneggiati dall'illecito, anche una versione non integrale della sentenza avrebbe permesso ai tribunali nazionali di avviare tali procedure, in quanto, senza documenti ufficiali che attestassero l'illecito commesso, non potevano essere intraprese. La Commissione pubblicò la decisione presa indicando gli addebiti stabiliti, con una sanzione che in totale ammontava ad oltre un miliardo di euro, divisi tra i vari istituti in proporzione alla diversa partecipazione al cartello. Per la Barclays venne stabilita l'immunità totale, per essere stato il primo istituto ad ammettere l'esistenza del cartello e a conferire elementi probatori, evitando una sanzione di circa €690.000.000; per la Deutsche Bank venne decisa una sanzione di €465.861.000; per la Société Générale di €445.884.000; per la RBS di €131.004.000. Mentre Barclays beneficiò dell'immunità totale, per le altre banche la riduzione della pena fu parziale: per la RBS la riduzione fu del 50%, per aver collaborato in maniera continuativa e senza esitazioni nello svolgimento delle indagini, soddisfacendo le richieste della Commissione e fornendola di ogni documento e/o

informazione necessaria; per la Deutsche Bank la riduzione fu del 30%; per la Société Générale la riduzione fu di appena il 5%, in quanto fornì prove meno importanti per le indagini, sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo, che inoltre vennero trasmesse in una fase già avanzata del processo.

Le sanzioni vennero stabilite tenendo in considerazione non solo del momento in cui fu fatta richiesta per l'immunità, ma anche della durata di adesione al cartello e del valore delle vendite. In base alla durata di adesione al cartello fu determinato per ciascuna banca un moltiplicatore di durata, calcolato sulla base dei mesi di partecipazione: di seguito vengono indicati tali valori, determinanti per il calcolo della sanzione.

Impresa	Moltiplicatore di durata
Barclays	2.66
Deutsche Bank	2.66
Societe Generale	2.16
RBS	0.66

Fonte: Commissione europea

Tramite il valore delle vendite vennero calcolati, sulla base dei flussi di cassa, dei fattori che esprimevano il valore annuale dei portafogli di derivati in merito ad operazioni stipulate con controparti localizzate nella SEE: in questo modo il valore dei servizi venduti simultaneamente alla violazione risulta espresso da un unico valore per ciascun istituto, in relazione alla durata di partecipazione al cartello. Il valore delle vendite era quindi necessario per stabilire quanto le banche avessero ottenuto, in termini monetari, dalla manipolazione del tasso sulla base dei contratti stipulati in quegli anni. Nonostante si cercò di stabilire sulla base di questi due parametri un'ammenda più equa possibile, la decisione non fu facile in quanto i vantaggi che derivarono dalla manipolazione non furono solo strettamente monetari, e quindi calcolabili in modo più rapido e preciso: la maggior difficoltà nella valutazione si riscontrava nel determinare quanto fosse il vantaggio derivato dall'ipotesi di "Reputational Theory" e quindi stabilire quanto le banche avessero sfruttato la posizione di finta stabilità garantita dal tasso falsato.

Sulla base di questi presupposti, l'Antitrust giunse a stabilire le sanzioni per i quattro istituti responsabili come elencato di seguito:

Partecipanti	Durata della partecipazione	Riduzione in base alla comunicazione sul trattamento favorevole (%)	Fine (€)
Barclays	32 mesi	100%	0
Deutsche Bank	32 mesi	30%	465 861 000
Société Générale	26 mesi	5%	445 884 000
RBS	8 mesi	50%	131 004 000

Fonte: Commissione Europea

Il 7 dicembre 2016 la Commissione, sulla base di ulteriori indagini scaturite dagli elementi probatori forniti dagli istituti stessi, emanò un'ulteriore sanzione per altri tre istituti, Crédit Agricole, HSBC e JP Morgan per un totale di 485 milioni di euro.

Queste però non furono le uniche sanzioni a cui le banche indagate furono esposte: anche per la contemporanea manipolazione del Libor, questo scandalo provocò conseguenze non solo sul mercato europeo, pertanto non fu solamente la Commissione europea che si occupò del caso. Le immunità totali o parziali che erano state concesse dalla Commissione non garantirono la copertura dalle sanzioni imposte da altri istituti, esponendo le banche al pagamento ulteriore di altre sanzioni. La Barclays, nonostante riuscì ad evitare totalmente le sanzioni imposte dall'antitrust europeo, non si poté sottrarre dalle multe decise nel 2012 dalla Divisione Frode del Dipartimento di Giustizia americano, dalla Commodity Futures Trading Commission, Financial Services Authority del Regno Unito. Le ammende imposte furono rispettivamente 160 milioni di dollari, 200 milioni di dollari e 59.9 milioni di sterline. Per la Barclays le conseguenze non furono solo pecuniarie, ma anche penali per alcuni dei suoi dirigenti. E' il caso di Carlo Palombo e Colin Bermingham che furono gli unici due ex trader della Barclays ad essere condannati penalmente per la manipolazione: la loro sentenza, emanata all'inizio del 2019, ha determinato la condanna a 4 anni di prigione per Palombo e a 5 per il suo collega. All'inizio delle indagini non furono però i soli indagati: tra sei imputati, quello principale era Philippe Moryoussef, responsabile per la gestione delle operazioni sui derivati, tanto esperto da riuscire a gestire una delle più grandi truffe della storia economica. Degli indagati due sono stati scagionati, uno ha patteggiato, Moryoussef è stato condannato in absentia e Palombo

e Birmingham, nonostante si fossero sempre dichiarati innocenti, sono stati condannati alla reclusione dopo aver richiesto un secondo processo.

Barclays non fu l'unico istituto ad essere condannato a sanzioni simili. La UBS fu sanzionata con un'ammenda di 1,2 miliardi di dollari dal Dipartimento di Giustizia americano e dalla Commodity Futures Trading Commission, 160 milioni di sterline dall'Autorità dei Servizi Finanziari inglese, la sanzione più alta che la FSA ha mai imposto, e 60 miliardi CHF all'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari svizzera, che indussero molti dirigenti a chiedere le dimissioni.

La manipolazione dell'Euribor ebbe conseguenze notevoli non solo per le banche che lo alterarono, ma soprattutto per l'ampio numero di investitori privati che sottoscrissero mutui e swap indicizzati a tale tasso: solo in Italia, il valore dei contratti derivati ammontava a €150.891 miliardi. Pertanto era necessario non solo che le banche del cartello venissero sanzionate, ma anche garantire una tutela per le decine di migliaia di soggetti che risultarono danneggiati.

A causa dell'iniziale rifiuto dell'Antitrust europea di pubblicare la condanna delle banche, per anni venne impedito l'avvio di eventuali procedure di rimborso, dal momento che non vi era l'ufficialità dell'illecito. Con la successiva pubblicazione della sentenza, furono avviate dai tribunali nazionali procedure per verificare l'impatto che la manipolazione ebbe sui mutui.

Le stime non furono affatto semplici, in quanto fu difficile valutare sia se effettivamente la manipolazione avesse causato un danno sul valore del contratto, sia determinarne l'entità. I tribunali italiani si sono espressi in merito all'inizio del 2019, in base all'esito degli accertamenti della Commissione, prevedendo la possibilità di dichiarare nulli i mutui indicizzati all'Euribor sottoscritti tra settembre 2005 e marzo 2009 per indeterminatezza del tasso: viene riconosciuta la possibilità a chiunque di richiedere la nullità del mutuo o il ricalcolo degli interessi.

CONCLUSIONE

Sulla base delle analisi svolte sono state evidenziate le lacune del tasso che ne hanno reso possibile la manipolazione e le conseguenze da essa derivanti. Dall'elaborato sono emerse le modalità attraverso le quali le banche siano facilmente riuscite a controllare il mercato, traendone molteplici vantaggi, non solo economici. Il lavoro svolto ha, infatti, evidenziato come le procedure introduttive del tasso, tali da garantire continuità alle operazioni finanziarie, e le garanzie poste a tutela della stabilità del tasso si sono rivelate vane, dal momento che, solamente pochi anni dopo dall'inserimento dell'Euribor sul mercato, iniziò la collusione. È inoltre emerso come lo scandalo dell'Euribor non si tratti di una vicenda isolata, ma che debba essere considerata in relazione alla contemporanea manipolazione del Libor; vengono dunque descritte le linee comuni tra i due casi. Per la simultaneità di tale fenomeno e per il peso che l'Euribor assume nel mercato, l'analisi è stata allargata su raggio mondiale, delineando gli istituti e le autorità coinvolte per l'inizio dei controlli e il successivo prosieguo delle indagini.

Il lavoro ha inoltre evidenziato le conseguenze risultanti dalla manipolazione, analizzando sia l'aspetto strettamente giuridico, sia quello economico. È stato delineato l'iter giudiziario e i criteri stabiliti per la definizione delle sanzioni e le misure adottate per la tutela dei soggetti lesi. È emerso come l'esistenza del cartello sia stata accertata dall'ammissione di colpa degli istituti stessi, destando non pochi dubbi in merito allo svolgimento dei controlli: sarebbe stato possibile che, in mancanza della dichiarazione delle banche, l'esistenza del cartello non sarebbe mai stata verificata.

Lo studio del caso ha cercato di delineare i caratteri fondamentali del progetto per la formulazione del nuovo Euribor, evidenziando le misure adottate, sia per rendere il calcolo del tasso più complesso, che per istituire un apparato di regole e organi maggiormente efficiente, riducendo le possibilità di manomissione. Sebbene dalla vicenda legata allo scandalo siano trascorsi diversi anni, non si è ancora giunti all'introduzione del nuovo progetto, nonostante l'effetto del tasso sul mercato sia già stato testato attraverso l'inserimento dell' "Euribrido". Dall'analisi è emerso che, per garantire stabilità al mercato e dotarlo di un nuovo tasso più affidabile di quello in vigore, sarebbe necessario che il progetto venisse introdotto in tempi brevi in luogo dei continui rinvii. È facile dedurre il motivo di tale ritardo possa essere una scelta delle stesse banche, alle quali non gioverebbe affatto adottare un sistema più complesso e con maggiori vincoli, soprattutto dopo un periodo di stringenti indagini e controlli. IL 2022 sembrerebbe essere la data della possibile

introduzione della nuove regole, con l'auspicio che tale slittamento non possa alimentare nuovi tentativi di manipolazione dei tassi.

BIBLIOGRAFIA

Aristei D., Gallo M. Analisi dei dati relativi all'andamento del tasso Euribor dal 2005 al 2015. Presentazione Università degli studi di Perugia

Borsa italiana (2012). Il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza

Borsa italiana (2019). Euribor, cos'è e a cosa serve

Brutti, N. (2013). La Manipolazione Degli Indici Finanziari: Un Illecito in Cerca Di Identità (Manipulation of Financial Indices: A Wrongful Act in Search for Identity). *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, (5), 302-321.

Cellino M., (2019) Cambia l'Euribor, debutta Ester: comincia l'anno della rivoluzione, *IlSole24Ore*

Commissione Europea, (2013). Derivati dei tassi di interesse euro. *Caso at.39914*

EBF, (1998). Frequently Asked Questions about Euribor, Emmi

EBF, (2008). Euribor is an entirely satisfactory and reliable benchmark

Eisl, A., Jankowitsch, R., & Subrahmanyam, M. G. (2017). The manipulation potential of Libor and Euribor. *European Financial Management*, 23(4), 604-647.

European Money Markets Institute , (2015). Summary of feedback received on consultation on intraday euribor re-fixing D0357B-2015

European Money Markets Institute, (2016). Money market benchmarks and the on-going reform process ECB Bond Market Contact Group

European Money Markets Institute, (2018). Second consultation paper on a hybrid methodology for euribor

European Commission, (2013). Antitrust: Commission fines banks € 1.49 billion for participating in cartels in the interest rate derivatives industry

Huizing, P. J. (2014). Parallel enforcement of rate rigging: lessons to be learned from LIBOR. *Journal of Antitrust Enforcement*, 3(1), 173-204.

Lombardi C. (2013), La commissione europea pubblica le decisioni sui cartelli dei derivati Euribor e Libor. *Osservatorio permanente sull'applicazione delle regole di concorrenza*

M. Frisone (2016). Manipolazione Euribor, «rivalsa» su swap e mutui. *IlSole24Ore*

Mandarà, M., & Rossi, M. (2013). Jurimetric Analysis on the Hypothesis of Euribor Manipulation. *Banca Impresa Società*, 32(1), 25-62.

McConnell, P. (2013). Systemic operational risk: the LIBOR manipulation scandal. *Journal of Operational Risk*, 8(3), 59-99.

Monetti M. (2019). Nullità dei mutui indicizzati al tasso Euribor *Studio Legale Monetti& Associati* (www.monettieassociati.it)

Monti M., (2018) Libor, soltanto il 12% delle banche è pronto per la sostituzione, *IlSole24Ore*

Priola M.P., Tizzanini G. (2019). EONIA in pensione, ESTER si prepara al debutto. "Euribrido" in stand-by. *Prometeia*

Siviero L., Pellegrini F. M. (2014). La truffa del LIBOR e dell'EURIBOR una storia dettagliata ripresa dagli Squali di Wall Street. *Consulenza finanziaria*

Snider, C. A., & Youle, T. (2010). Does the LIBOR reflect banks' borrowing costs?. *Available at SSRN 1569603*.

Vervaele, J. A. E., & Luchtman, M. J. J. P. (2015). Tutela degli abusi di mercato: verso un modello integrato di applicazione del diritto penale ed amministrativo nell'UE?. *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, volume 2014(3-4), 677-710.

