

25 maggio 2020

Il Sole **24 ORE**

## DERIVATI, LA CASSAZIONE PER UNA VERA TRASPARENZA SUI RISCHI

di Marcello Minenna

Dopo anni di contenziosi sui contratti derivati stipulati tra banche ed enti locali e di pronunciamenti giurisprudenziali ondivaghi, questo mese le Sezioni Unite della Cassazione Civile hanno pronunciato una sentenza che risolve definitivamente ogni incertezza in materia. La Suprema Corte ha infatti affermato la *regula iuris* secondo cui fino al 2013 (anno in cui ne è stata vietata la stipula) gli enti potevano stipulare derivati solo per finalità di copertura e solo in presenza dell'informativa sul valore di mercato (*mark-to-market*), gli scenari probabilistici e i costi occulti del contratto.

La regola in questione – che ha concorso alla conferma del giudizio di nullità ed inefficacia espresso dalla Corte d'Appello di Bologna su tre *interest rate swap* stipulati tra il 2003 e il 2004 dal Comune di Cattolica con la BNL – arriva ad esito di una linea di ragionamento inattaccabile. In quanto scommesse finanziarie – osserva la Suprema Corte – i derivati sono caratterizzati da una 'spiccata aleatorietà' che si pone in 'forte disarmonia' rispetto alle regole di contabilità pubblica sulla certezza degli impegni di spesa. Ne discende che questi contratti producono effetti solo se le due parti trovano un accordo sull'alea del derivato che, pertanto, dev'essere preventivamente misurata attraverso il *mark-to-market* ma anche attraverso gli scenari probabilistici «*poiché il primo è solo un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea*».

Quest'ultimo è il concetto più rivoluzionario della sentenza perché sancisce *apertis verbis* che per un'adeguata misurazione dei rischi contrattuali il valore di mercato non è sufficiente. Tecnicamente, come sostenuto dallo studio legale Axiis col supporto della perizia delle Professoresse Rita D'Ecclesia ed Hélyette

Geman, è esattamente così: in quanto valore attuale atteso (media) della distribuzione di probabilità dei possibili pagamenti/incassi futuri, il *mark-to-market* offre solo una prima idea dell'alea del contratto rispetto all'informazione molto più ricca contenuta nella distribuzione da cui proviene. Ed è qui che entrano in gioco gli scenari capaci di veicolare informazioni essenziali sulla ripartizione delle alee tra i due contraenti, sulla loro entità e sulla loro natura.

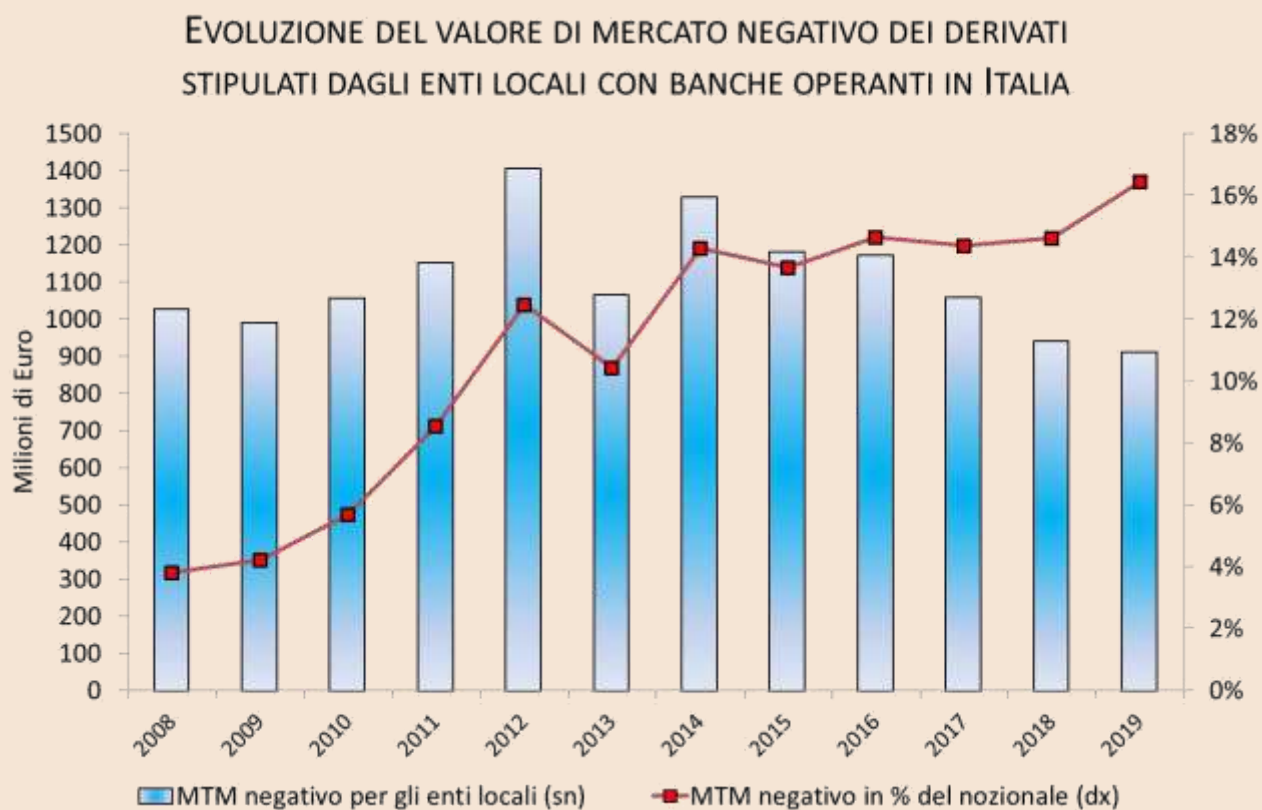
Gli scenari mostrano infatti la probabilità che il derivato generi oneri (o guadagni) netti per l'ente locale e forniscono anche una stima dell'ordine di grandezza di quegli oneri (guadagni). Ad esempio, nel 60% dei casi pagherai circa 5000 euro e nell'altro 40% dei casi ne riceverai circa 1000. Ipotizzando per semplicità un tasso d'interesse pari a zero, il valore di mercato di questo contratto alla data di stipula sarebbe di -2600 euro, ma per una decisione adeguatamente informata è senza dubbio utile sapere anche che 6 volte su 10 le somme dovute saranno pari a 5 volte quelle che verrebbero incassate nel restante 40% dei casi.

Per un ente locale (come pure per un'impresa non finanziaria o per un comune cittadino) decifrare l'intera distribuzione di probabilità da cui vengono questi numeri sarebbe complesso. Di contro, gli scenari estraggono informazioni preziose e di immediata comprensibilità che consentono di decidere consapevolmente in merito alla stipula. Purtroppo queste informazioni probabilistiche mancano in tutti o quasi i derivati conclusi dagli enti locali complice la lentezza del legislatore nel recepire all'interno della normativa di riferimento concetti e prassi che invece da anni guidano le decisioni di assunzione e gestione dei rischi finanziari da parte delle banche e degli altri operatori professionali.

Attratti dalla possibilità di incassare subito una somma iniziale (c.d. *upfront*) e sprovvisti delle informazioni su scenari probabilistici e valore di mercato, gli enti pubblici hanno sovente stipulato contratti a loro sfavorevoli e capaci di comprometterne l'equilibrio finanziario futuro. L'*upfront* (ove presente) era peraltro spesso inferiore al valore equo (cioè quello adeguato a ri-bilanciare lo squilibrio delle alee tra le due parti), comportando l'applicazione da parte della

banca di significativi costi occulti a carico dell'ente. Il risultato di questa operatività impropria – non di rado aggravata da rinegoziazioni a condizioni peggiorative durante la vita del contratto – è che *ex post* la stragrande maggioranza dei derivati conclusi da regioni, province e comuni si è rivelata una scommessa in perdita.

La conferma viene dai dati della Banca d'Italia sulle operazioni in derivati delle amministrazioni locali con banche operanti in Italia (incluse le filiali italiane di banche estere): in termini aggregati il *mark-to-market* netto di queste operazioni è sempre stato negativo per gli enti con una media annua di oltre 1 miliardo di euro (cfr. *Figura*).



A fine 2019, il valore di mercato ammontava a -911 milioni di euro, pari al 16,5% del nozionale (€5539 milioni): un'incidenza notevole dovuta al fatto che al calo del nozionale dei contratti in essere (anche per via del divieto di nuove operazioni introdotto nel 2013) non è corrisposta una riduzione altrettanto

significativa del valore di mercato negativo dei derivati. Alle perdite potenziali rappresentate da questo dato, va inoltre aggiunta la perdita effettiva subita nel tempo dagli enti che, per onorare gli impegni assunti, hanno dovuto sborsare enormi somme alle date di pagamento previste dal contratto. Complessivamente un buco enorme per le finanze territoriali che si è inevitabilmente tradotto in minori servizi per la cittadinanza.

La sentenza della Cassazione sarà senza dubbio fondamentale per dirimere i contenziosi ancora in essere. Ma c'è di più. Innanzitutto perché le considerazioni della Suprema Corte sulla conflittualità intrinseca dei derivati rispetto alle regole di contabilità pubblica valgono evidentemente anche per i contratti stipulati dalle amministrazioni centrali. Come osservai in [un'audizione alla Camera](#) nell'aprile 2015, anche lo Stato ha fatto ampio ricorso ai derivati talora replicando *de facto* l'accensione di un finanziamento ma con un'assunzione di rischi di gran lunga maggiore. Tali rischi in parte si sono già materializzati sotto forma di uscite di cassa (mediamente €4 miliardi l'anno nell'ultimo decennio), e in parte potrebbero concretizzarsi nei prossimi anni tenuto conto del valore di mercato negativo delle posizioni in essere (oltre €34 miliardi a dicembre 2019).

I derivati sono strumenti finanziari complessi e spesso particolarmente insidiosi per la presenza di vari tipi di clausole che ne possono modificare, o addirittura stravolgere, le caratteristiche durante la vita del contratto talora a discrezione di una sola controparte (tipicamente la banca) che ovviamente deciderà secondo la propria convenienza. Ad esempio, possono esserci clausole che consentono alla controparte bancaria di chiedere la chiusura anticipata (*early termination*) del derivato e ottenere la liquidazione del valore di mercato con conseguente sopravvenienza di perdite per l'altra parte. Altre clausole possono comportare una trasformazione della tipologia del derivato e/o della sua vita residua.

Le informazioni contenute negli scenari probabilistici – che per costruzione riflettono l'intero ventaglio di possibili evoluzioni future del derivato – aiuterebbero ad evitare simili scommesse finanziarie sia in sede di stipula di nuovi contratti che di rinegoziazione di quelli esistenti. Per incrementare il livello

di tutela ed efficienza di questa operatività sarebbe peraltro opportuno, come ho suggerito a [gennaio](#), che venisse affidata ad un'agenzia *ad hoc* seguendo l'esempio della tedesca *Finanzagentur*, che fornisce servizi legati all'emissione di titoli governativi e al monitoraggio e gestione dei rischi del debito – anche tramite derivati – con l'obiettivo di garantire in ogni momento la solvibilità del governo federale tedesco e minimizzare la spesa per interessi.

Infine, la pronuncia della Cassazione costituisce un importante spunto di riflessione anche per una migliore trasparenza sui rischi dei prodotti finanziari destinati agli investitori al dettaglio. Anche in questo contesto infatti gli scenari di probabilità permetterebbero all'investitore di comprendere meglio il profilo di rischio-rendimento dei prodotti offerti da banche e altri intermediari finanziari. Non a caso nel 2009 erano stati previsti tra le informazioni-chiave da inserire nei prospetti delle polizze finanziario-assicurative e per diversi anni sono apparsi anche nei prospetti di emissioni obbligazionarie dimostrandosi efficaci sia nella rappresentazione dei rischi *ex ante* sia per riscontrare *ex post* condotte anomale degli intermediari nel collocamento di questi prodotti. Purtroppo, negli ultimi anni l'Europa ha privilegiato un'altra linea che prevede scenari basati su dati storici e assunzioni arbitrarie che pretendono di estrapolare dal passato informazioni sul possibile andamento futuro dell'investimento. La speranza è che presto anche in questo ambito si comprenda l'utilità degli scenari probabilistici. D'altronde chi non capirebbe l'elevata rischiosità di un'obbligazione che avesse, ad esempio, il 68% di probabilità di perdere la metà del capitale iniziale e solo il 32% di probabilità di realizzare un profitto di appena il 10%? Una volta noti questi numeri la trasparenza è garantita. Per il resto *caveat emptor*.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli  
@MarcelloMinenna  
Le opinioni espresse sono strettamente personali*