

DERIVATI: L'ALEA DEV'ESSERE MISURABILE

di **Marcello Minenna**

A un anno dalla famosa sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione sui derivati stipulati dagli enti locali, una nuova pronuncia della Suprema Corte (Prima Sez. Civile) ha sancito che senza le informazioni sul valore di mercato iniziale (*mark-to-market*), i costi impliciti e gli scenari probabilistici il contratto è nullo per indeterminabilità dell'oggetto anche quando la

controparte della banca non sia un ente pubblico.

La nuova sentenza, emessa lo scorso maggio, riguarda un *interest rate swap* stipulato nel 2011 da una società agricola per coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi d'interesse su un debito a tasso variabile.

— Continua a pagina 16

SENTENZA DELLA CASSAZIONE

di **Marcello Minenna**



DERIVATI: L'ALEA DEV'ESSERE MISURABILE

— Continua da pagina 1

Tuttavia, complice il successivo calo dei tassi nell'Eurozona, col tempo lo *swap* è divenuto molto costoso per la società.

Secondo la banca-controparte le informazioni fornite nel contratto (incluso il valore di mercato iniziale espresso in percentuale del nozionale) sarebbero bastate a renderne determinato o determinabile l'oggetto. Tanto più che il *mark-to-market* sarebbe un valore puramente teorico e virtuale che non incide sulle prestazioni a carico delle parti. Di tutt'altro avviso la Cassazione secondo cui i derivati sono «*scommesse finanziarie*» che nel nostro ordinamento sono meritevoli di tutela solo se «*razionali*», cioè se l'alea ad esse sottesa è oggettivamente misurabile, se è esplicitata nel contratto e se vi è l'accordo delle parti su tale misura.

Le informazioni che esplicitano l'alea – ribadiscono gli ermellini – sono il *mark-to-market*, i costi impliciti e «*soprattutto*» gli scenari di probabilità (cfr. *template* in Figura).

Il *mark-to-market* è una stima del valore effettivo del contratto ad una certa data elaborata conferendo ad un'attività finanziaria il valore che avrebbe in caso di chiusura anticipata/rinegoziazione. I costi impliciti incidono sull'eventuale squilibrio iniziale delle alee. Infine, gli scenari probabilistici completano il *mark-to-market* il quale (come già affermato dalle Sezioni Unite) «*comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea*». Il valore di mercato è infatti una sintesi estrema della distribuzione di probabilità dei possibili flussi di cassa futuri del derivato, mentre gli scenari offrono maggiori dettagli sulla ripartizione delle alee tra i contraenti perché mostrano la probabilità di guadagnare e di perdere insieme a una stima oggettiva dell'entità dei possibili guadagni e perdite. La Suprema Corte precisa che le informazioni rivenienti dalla distribuzione di probabilità ed i relativi criteri di calcolo investono «*l'essenza dell'accordo*» tra le parti definito nel contratto. Perciò, se una parte ne è all'oscuro, non conosce in pieno l'impegno

assunto e non può aver dato un consenso consapevole alla stipula. Si tratta di un'autentica rivoluzione nella giurisprudenza in materia di derivati, perché la Cassazione riconosce che la valutazione del rischio finanziario non può prescindere dalle probabilità e che le informazioni probabilistiche non possono essere patrimonio esclusivo di chi opera professionalmente sui mercati. Concetti già presenti nel Quaderno di Finanza Consob n. 63 del 2009 redatto dall'Ufficio che dirigevo. Anche il legislatore italiano ed europeo dovrebbe prenderne atto ed archiviare quanto prima l'inutile paternalismo che continua a escludere le informazioni probabilistiche dal set informativo da fornire obbligatoriamente a chi investe in derivati e in altri prodotti *non-equity*.

DG Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

📍 @MarcelloMinenna

Opinioni strettamente personali

Informazioni e valutazione dei rischi finanziari

Informazioni che esplicitano i rischi dei contratti derivati

VALORE DI MERCATO INIZIALE DEL CONTRATTO PER IL CLIENTE*	COSTI IMPLICITI DEL CONTRATTO
€	€

SCENARI PROBABILISTICI DEL CONTRATTO

Scenario	Probabilità	Importo medio stimato
▼ Il contratto genera oneri per il cliente	%	€
▲ Il contratto genera guadagni per il cliente	%	€

(*) Mark to market