

La cassazione e la svolta sui derivati

di Marcello Minenna

Lo scorso 12 maggio la Cassazione Civile ha pronunciato una sentenza storica in tema di contratti derivati stipulati tra banche e enti locali. Chiamata a decidere su un contenzioso tra la BNL e il Comune di Cattolica per tre *interest rate swap* conclusi tra il 2003 e il 2004, la Suprema Corte – nell'accogliere le ragioni del Comune – ha affermato che, fino al divieto subentrato nel 2013, gli enti potevano stipulare derivati solo in presenza dell'informativa sul valore di mercato (mark-to-market o MTM), gli scenari probabilistici e i costi occulti del contratto.

In quanto scommesse finanziarie – osserva la Cassazione – i derivati hanno una spiccata aleatorietà che si pone in forte disarmonia con la certezza degli impegni di spesa richiesta dalla contabilità pubblica. Pertanto questi contratti sono leciti solo se le parti trovano un accordo sull'alea che, quindi, dev'essere esplicitata ex ante anche attraverso gli scenari probabilistici poiché il solo MTM «comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea».

In altri termini, il valore di mercato, essendo una sintesi estrema (la media attualizzata) della distribuzione di probabilità dei possibili flussi di cassa futuri del derivato, non illustra adeguatamente la ripartizione delle alee tra i contraenti. Invece gli scenari rispondono a questo fabbisogno informativo perché mostrano la probabilità di guadagnare e di perdere a unitamente a una stima oggettiva dell'entità dei possibili guadagni e perdite. Non a caso da anni le banche utilizzano metodi probabilistici per decidere sull'assunzione e gestione dei rischi.

Attratti dalla possibilità di un incasso immediato (upfront) e sprovvisti delle informazioni su scenari e MTM, gli enti territoriali hanno sovente stipulato contratti capaci di comprometterne l'equilibrio finanziario futuro.

I dati della Banca d'Italia sulle operazioni in derivati delle amministrazioni locali con banche operanti in Italia indicano un mark-to-market costantemente negativo per gli enti a livello aggregato: in media oltre 1 miliardo di euro dal 2008 in poi.

Alle perdite potenziali rappresentate da questo dato, si aggiunge la perdita effettiva subita dagli enti costretti negli anni a sborsare enormi somme alle date di pagamento previste dal contratto.

La sentenza della Cassazione sarà fondamentale per dirimere i contenziosi ancora in essere. Ma c'è di più. Anzitutto in relazione ai derivati dello Stato. Anch'esso, infatti, ha fatto ampio ricorso a questi contratti assumendo rischi elevati che si sono già tradotti in uscite di cassa (in media 4 miliardi l'anno) e altre ne potrebbero generare in futuro dato il valore di mercato negativo delle posizioni in essere (oltre 34 miliardi).

Le informazioni contenute negli scenari probabilistici potrebbero evidentemente supportare le decisioni delle amministrazioni centrali in sede di stipula di nuovi derivati e di rinegoziazione di quelli esistenti. Sarebbe altresì opportuno affidare questa delicata operatività ad un'agenzia del debito pubblico seguendo l'esempio della tedesca Finanzagentur.

La pronuncia della Cassazione costituisce infine un importante spunto di riflessione per una migliore trasparenza sui rischi dei prodotti finanziari offerti agli investitori al dettaglio. Purtroppo negli ultimi anni l'Europa ha privilegiato scenari basati su dati storici che pretendono di estrapolare dal passato informazioni sul possibile andamento futuro dell'investimento. La speranza è che anche in quest'ambito si comprenda presto 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 metà del capitale e il 32% di probabilità di guadagnare appena il 10%? Una volta noti questi numeri la trasparenza è garantita. Per il resto *caveat emptor*.