

## Una bomba da 105 miliardi

***Valgono quattro volte la maxi manovra finanziaria 2010-2011. E allarmano il ministro Tremonti e il governatore Draghi. Perché sono finiti anche nelle indagini delle procure e nelle aule dei tribunali***

Aconti rifatti, la cifra è colossale. Tanto che lo stesso ministro dell' Economia, Giulio Tremonti, di recente ha usato toni preoccupati: «La massa dei derivati è tornata uguale a prima della crisi». Ammonta a 105 miliardi di euro il valore nozionale di questi contratti, stipulati in Italia tra banche ed enti locali (dai Comuni alle Regioni) o imprese. La stima aggiornata, che il Mondo è in grado di presentare, arriva da un' analisi svolta in collaborazione con Martingale risk Italia, società indipendente di ingegneria finanziaria specializzata nello studio dei derivati. La cifra è lontana dai valori che circolavano sul mercato e fissavano l'asticella tra 60 e 70 miliardi, incrociando dati emersi dalle più recenti relazioni di Bankitalia, Corte dei Conti e dello stesso ministero dell' Economia e Finanze (Mef). Ed equivale addirittura a quattro volte la maxi manovra finanziaria da 25 miliardi per il biennio 2010-2011. Naturalmente, va detto che il nozionale non corrisponde a una perdita secca. Corrisponde, invece, al capitale sul quale vengono calcolati i flussi di cassa tra le due controparti. Che però favoriscono quasi sempre la banca, anche grazie a commissioni e costi impliciti, spesso difficili da scovare nei fogli di carta. Mentre le perdite potenziali per enti pubblici e aziende si aggirerebbero sopra i 4 miliardi di euro. Insomma, è tornata sulla scena la bomba derivati. Che allarma lo stesso Tremonti, ma preoccupa anche il governatore di Bankitalia, Mario Draghi. Motivo: la lunga stagione dei contratti con nomi all' apparenza incomprensibili come swap interest rate, credit default, collar o floor si sta infilando nelle aule dei tribunali. O finisce nelle indagini aperte da numerose procure. Dal processo milanese contro quattro banche (Depfa, Deutsche Bank, JP Morgan, Ubs), accusate di truffa ai danni della città del sindaco Letizia Moratti, alla causa legale di Verona, dove il primo cittadino Flavio Tosi si lancia contro Merrill Lynch, fino al contenzioso tra Acqui Terme e la Unicredit guidata dal nuovo ceo Federico Ghizzoni. All' elenco non può mancare Roma: all' attenzione della Procura sono arrivati esposti che chiedono di fare luce su nove contratti da 3 miliardi che tolgono il sonno al sindaco Gianni Alemanno. Mentre a Bari, in luglio un' ordinanza del Tribunale ha già dato ragione a una società (America srl) sospendendo i pagamenti delle cedole a Intesa Sanpaolo. Il motivo? Le continue rinegoziazioni degli swap sono prive di causa concreta. «Una pietra miliare nel riconoscimento della natura speculativa di alcuni derivati venduti alle imprese. Dunque, della mancanza di merito di tutela giuridica dei medesimi», precisa Gian Marco Bardelli, derivatives analyst di Martingale risk. ESPOSIZIONE SOTTOSTIMATA Come si arriva alla quota di 105 miliardi? Secondo gli esperti di Martingale risk che hanno incrociato analisi ufficiali, stime di altre società specializzate e studi di associazioni di consumatori, quello che emerge è un parte dell' iceberg. Secondo dati del Mef di luglio, il nozionale relativo ai derivati stipulati dai soli enti locali italiani si aggirerebbe intorno a 35 miliardi distribuiti in 594 amministrazioni (vedere ripartizione per regione in queste pagine). Le stime di Banca d' Italia sono differenti: il nozionale nei primi tre mesi del 2010 era di 21,8 miliardi, sceso dai 26 del 2008. Però le rilevazioni ufficiali non tengono conto dei contratti che si chiudono con un mark-to-market (costo per l' estinzione anticipata del contratto) negativo inferiore a 30 mila euro. «Viene esclusa tutta la fetta di piccoli e micro comuni che hanno svolto queste operazioni», precisa Marco Delzio, partner e fondatore di Martingale risk. Inoltre, avvertono gli esperti, c' è da tenere presente che il Mef non conteggia molti contratti stipulati da banche di investimento estere in Italia. A smentire questi numeri concorre anche un recente studio condotto da Fabio Amatucci, professore associato di public management and policy all' Università del Salento e docente in Sda Bocconi: «Un regolamento obbliga i Comuni all' invio al ministero dei dati sui contratti stipulati entro il 2004. Prima di allora non abbiamo visibilità». Non solo: per il docente sono almeno 3 mila i Comuni che hanno sottoscritto questi contratti. «Arriviamo a questa cifra da rilevazioni a campione in alcune province di Nord, Centro e Sud». Amatucci mette in discussione anche il valore delle perdite potenziali, patite oggi dagli enti: «Il Mef stima un mark-to-market negativo per 900 milioni, ma secondo le nostre elaborazioni la perdita è

già di 4,5 miliardi». E siamo solo al settore pubblico. TERRA DI CONQUISTA Ma l'Italia è l'unico Paese diventato una terra di conquista da parte degli gnomi avidi della finanza? «No, anche in Germania un centinaio di enti locali ha importanti perdite dai derivati», sostiene Delzio. «La città di Lipsia è in contenzioso con le banche Ubs, Depfa e Landesbank BadenWürttemberg per il mancato pagamento di cedole per alcuni milioni di euro. Sembra che negli Usa vi siano parecchie amministrazioni intenzionate ad avviare un procedimento contro le banche». Il nostro Paese, però, è decisamente avanti a tutti. «Credo che le ragioni siano da ricercare nella forza di vendita dei collocatori», sostiene Angelo Drusiani, responsabile obbligazionario di Albertini Syz. «Quando, prima di Lehman Brothers e in parte ancora adesso, si presentava un advisor di una importante casa d'investimento straniera prospettando guadagni stellari negli anni a venire, il piccolo imprenditore o l'amministratore locale di turno diventavano facili prede, senza competenze necessarie a valutare la proposta». UTILI PER COPRIRE I RISCHI A spezzare una lancia in favore degli swap ci pensa Davide Tinelli, amministratore delegato di Fondaco sgr: «Sono strumenti utili per la difesa dai rischi finanziari», afferma, «e, infatti, la regolamentazione del risparmio gestito tratta in maniera diversa l'utilizzo per copertura e quello speculativo, fortemente limitato». A parere del gestore, per gli investitori istituzionali i derivati sono uno strumento indispensabile per mitigare il rischio di portafogli complessi. Ma deve usarli solo chi ha un'alta cultura finanziaria. «Occorre un sistema di regole per cui i soggetti che pretendono di usare strumenti complessi come i derivati si assumano la responsabilità di dimostrare cultura finanziaria e indipendenza di giudizio», chiosa Tinelli. Ma che cosa può fare chi è preso per il collo dallo swap? Per uscire dalla trappola, è necessaria anzitutto una perizia tecnica che individui violazioni di legge e anomalie dei contratti venduti. «Bisogna poi calcolare le commissioni implicite. Questi pezzi di carta vanno smontati e riprezzati per ricostruire costi nascosti e commissioni applicate alla stipula dei contratti ma mai comunicate ai clienti», spiega Delzio. La negoziazione con le banche, efficace se si ha in mano una perizia, deve escludere soluzioni commerciali ma focalizzarsi su soluzioni specifiche, applicabili al contratto oggetto del contendere. «Infine, in caso di chiusura da parte della banca e di violazioni materiali, è conveniente valutare l'opzione legale, per ottenere la nullità dei contratti o un risarcimento danni». be essere enorme», afferma Gian Marco Bardelli, analista di Martingale risk, che calcola i possibili impatti sulle banche. «Ipotizziamo una pronuncia della Corte di Cassazione che annulli i contratti derivati speculativi o non propriamente di copertura sottoscritti dagli enti locali. Le banche non incasserebbero più cedole e sarebbero costrette a restituire gli importi netti ricevuti». Se una quota del 20% dei 105 miliardi di controvalore fosse giudicata nulla anche nell'arco di alcuni anni, lo scenario sarebbe devastante, in particolare per gli enti più esposti su questo terreno come Unicredit, del nuovo ad Federico Ghizzoni, e Intesa Sanpaolo, guidata da Corrado Passera. Un orizzonte da tenere d'occhio. E che comunque non si rispecchia nel livello dei consensi che gli esperti riconoscono alle banche con prezzi obiettivo tutti più alti degli attuali valori sui mercati: impliciti un giudizio positivo e una stima di guadagno per gli azionisti. Ma non tutti condividono questa visione. Dice Matteo Astolfi, sales director di M&G in Italia: «Da gestori, ricerchiamo aziende quotate che possano essere valutate in base ai dati contabili, alla trasparenza nella comunicazione, alla tangibilità del business. Oggi non vediamo valore nel settore finanziario, e nel bancario ancora meno: c'è scarsa visibilità del business, opacità nei conti economici». Dubbi sul settore non diradati neppure dai recenti stress test sulle banche. Si sono dimostrati «irrilevanti» per gli esperti di M&G, dal momento che hanno testato parametri sbagliati. «Nel bilancio non è solo l'attivo che ha bisogno di essere stressato o riparato, ma anche la parte del passivo». Qualche analista più cinico, però, non crede a uno scenario a valanga: «In passato, su vicende di questo genere, le banche sono sempre riuscite a smarcarsi».

In testa Lombardia e Campania

LOMBARDIA TRENTINO A.A. 62 COMUNI 10,4% 2 COMUNI 0,4% PIEMONTE LIGURIA 18  
COMUNI 3,1% 15 COMUNI 2,6% UMBRIA TOSCANA MARCHE 49 COMUNI 8,3% 29 COMUNI 4,9%  
36 COMUNI 6,1%

Foto: Nelle foto, da sinistra, i sindaci di Roma, Gianni Alemanno, di Verona, Flavio Tosi, e di Milano, Letizia Moratti

**\*\* IL FUNZIONAMENTO (PERVERSO) DEGLI SWAP COSÌ L'ASSEGNO PER IL SINDACO DIVENTA PIÙ PESANTE** Come funziona un derivato? Facciamo l'esempio di un Comune che, nel passato, abbia acceso mutui (in genere con Cassa depositi e prestiti) a tasso fisso. Adesso, con un contratto swap (tra i più diffusi), il tasso fisso è convertito in uno variabile delimitato da tetto massimo e pavimento del tasso (cap e floor). Nel grafico, gli istogrammi (in giallo) indicano l'ammontare delle cedole del derivato (controvalore di 3 milioni), incassate se positive o pagate se negative dall'ente, secondo i movimenti dell'Euribor a 6 mesi (in rosso). La prima barra a sinistra rappresenta il cosiddetto upfront (anticipo sul contratto), poi gli altri sono i flussi cedolari fino al 30 giugno. Il derivato espone l'ente a un rischio tasso che prima non c'era. Infatti, si crea un'asimmetria: il Comune, con lo scenario più vantaggioso percepisce una cedola massima pari all'1,15% rispetto a quella che paga nello scenario svantaggioso (massimo il 3,20%). Quindi, è più probabile che il contratto generi perdite, anche perché la banca applica commissioni o costi impliciti e non evidenti alla stipula. Non solo. Questo swap espone il Comune a due rischi: il rialzo del tasso Euribor a 6 mesi oltre una certa soglia e quello della volatilità dei tassi d'interesse. Entrambi aumentano la probabilità di subire perdite nette a fronte di guadagni limitati. Così, il mark-to-market, ovvero il costo di estinzione anticipata del contratto, diventa negativo: se il sindaco vuole chiudere lo swap prima del tempo, dovrà firmare un assegno elevato.