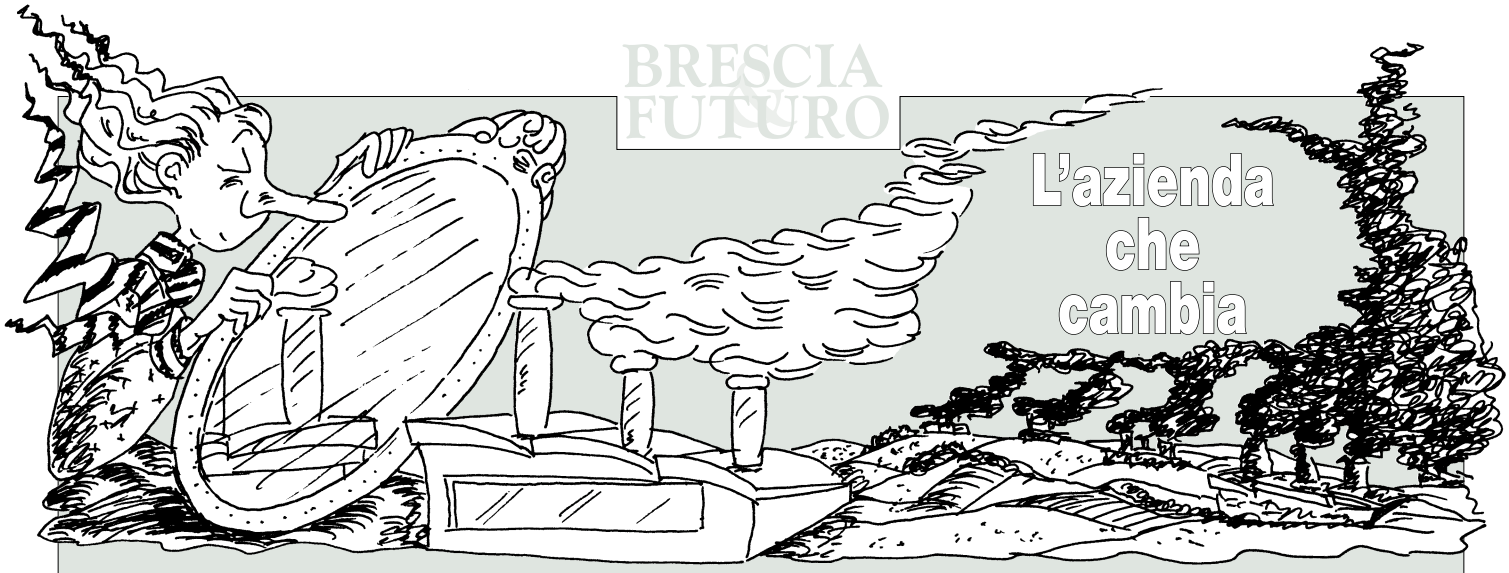

Gli strumenti finanziari finiti nel mirino per le rilevanti perdite di questi ultimi tempi

"Derivati" fa rima con "famigerati"

di Federico Venturi

Voglio scrivere e dibattere di un argomento molto d'attualità: gli strumenti derivati, e, come sempre, è utile partire da una definizione degli stessi. Innanzitutto riporto una definizione che ho trovato su delle informative pubbliche di un Istituto di Credito: "I prodotti derivati possono essere definiti come ***strumenti finanziari*** il cui valore dipende dal valore di variabili più "fondamentali" - cosiddette sottostanti -. Così ad esempio il valore di un'opzione "call" sul dollaro dipende dal prezzo del dollaro sul mercato dei cambi. Si tratta di ***strumenti a cui le imprese possono fare ricorso per la gestione dei rischi finanziari*** (di tasso e di cambio), ***oppure per la trasformazione di operazioni preesistenti in altre con condizioni giudicate più interessanti"***. Faccio un esempio: il derivato più semplice, e forse più usato, è proprio quello che trasforma il tasso di interesse di un mutuo variabile in un tasso fisso: il variabile - al momento per esempio 5% - lo paga la Banca (anziché il cliente) ed il cliente si accorda per pagare il 4,5% fisso sempre - accollandosi il rischio di non avere benefici se il tasso scenderà sotto il 4,5%, ma co-

Federico Venturi

prendosi da rialzi ulteriori. I lettori sono pregati, poi, di confrontare la definizione dell'Istituto di Credito sopra indicata con quella che riporterò in seguito, nel corso dell'articolo, mutuata, invece dai principi contabili internazionali IFRS.
Chi leggerà questo articolo, ad eccezione dei miei colleghi di redazione, forse non crederà che avevamo ipotizzato di scriverlo già più di due anni fa, e più o meno con le riflessioni che esprimeremo nel seguito. Oggi l'argomento é sulla bocca di tutti, perlomeno di quelli che si occupano d'impresa. Infatti, le rilevanti perdite subite da molti operatori, lo scandalo della sottoscrizione di rilevanti contratti da parte di alcuni Enti locali italiani, lo scandalo estivo dei mutui "sub prime" che ha dei collegamenti con strumenti derivati sottostanti e con le conseguenti difficoltà di alcuni istituti di credito, le cause civili mosse da alcuni operatori verso taluni Istituti di Credito, ha portato il dibattito mediatico ai massimi. Ricordiamo in merito un recente programma televisivo sull'argomento intitolato: "il banco vince sempre" o la quasi quotidiana indicazione sui giornali di prese di posizione da vari fronti. Ma i derivati, di copertura o speculativi che siano, si sono sviluppati già dal 2000, quando, a fronte della discesa dei tassi di interesse, si tentò di trovare degli strumenti che cercassero di neutralizzare il rischio per gli imprenditori in caso di risalita successiva dei tassi stessi. Da allora si sono affinati (o forse complicati) sempre di più e sono entrati nelle aziende in maniera esponenziale, spinti dagli operatori specializzati. Eppure solo con la riforma del diritto societario del 2004, e con effetto dal 2005, il

legislatore ha previsto espressamente delle informative specifiche di bilancio per le società (anche non finanziarie) che avessero in essere detti contratti. La nostra norma tributaria rubrica dette operazioni, ancora oggi, "operazioni fuori bilancio" e ne prevede la rilevanza fiscale solo qualora vengano imputate in bilancio (come se in un bilancio basato su principi contabili - i nostri - incentrati sulla prudenza e sulla salvaguardia del patrimonio sociale a garanzia dei terzi, si potesse ipotizzare di non contabilizzare dei rischi potenziali probabili, puntualmente calcolabili a fine esercizio); eppure, non più tardi dell'aprile scorso, nell'ambito dell'approvazione di un bilancio, ho dovuto discutere con dei colleghi commercialisti che ritenevano, per una società cliente, di non stanziare alcunché in bilancio a copertura del rischio, in virtù della convinzione che non ve ne fosse un chiaro ed esplicito obbligo di legge. Dico questo perché, a mio avviso, e come dirò nel seguito, la questione derivati, nel senso negativo che se ne sta dando nel recente dibattito, deriva dalla poca conoscenza generale degli stessi e sui loro effetti, sin dalla loro introduzione. Per chiunque c'è una prima volta, e, per quanto mi riguarda, nell'occasione della stesura di questo articolo, sono andato a vedere la corrispondenza di qualche anno fa. Precisamente nel 2003 dovetti affrontare l'argomento per la prima volta quando una società cliente mi chiese di indicarle il trattamento fiscale della perdita da imputare in bilancio (su input inderogabile del revisore del bilancio e non, purtroppo, su volontà del cliente stesso), per effetto del valore negativo di mercato su dei derivati speculativi su tassi, sottoscritti qualche tempo prima. Già allora parlavamo di più di un milione di euro. Questo per sottolineare che il problema/fenomeno non è del 2007, ma arriva da lontano, ma forse troppe volte si è sottovalutato, o non se ne è percepito il potenziale impatto. Mi è poi successo altre volte di affrontare

situazioni analoghe (di perdite rilevanti imputate in bilancio), ma anche affrontare situazioni in cui i derivati, sia pur portatori di perdite potenziali, non erano stati evidenziati in nessun modo in bilancio ed emergevano all'improvviso. Così l'anno scorso, nel seguire l'acquisizione di una società in sede di "due diligence", sono emerse passività per circa due milioni di euro legate a derivati, sottoscritti qualche anno prima, e mai rilevati in bilancio o nelle informazioni al medesimo. Alla bella faccia del principio cardine della prudenza e della conseguente rilevazione delle passività potenziali, perno dei nostri bilanci! O ancora mi è successo l'anno scorso, proprio in virtù della nuova norma che impone, quantomeno, delle informazioni sugli strumenti derivati, in Nota Integrativa al Bilancio, di sapere che un cliente aveva sottoscritto, un anno o due prima, dei derivati, venduti/sottoscritti come di copertura, in realtà speculativi. Oggi quel cliente si è mosso con una causa di risarcimento contro un importante Istituto di Credito per quasi due milioni di euro. O ancora mi è successo di rivedere riqualificati come speculativi, applicando i principi contabili internazionali IFRS, dei contratti derivati da considerarsi di copertura per i nostri principi contabili, in quanto gli IFRS sono più rigorosi nel determinare la speculatività di uno strumento finanziario derivato. Tutto ciò, secondo me, conferma che è sicuramente vero, come qualcuno rileva, che alcuni Istituti di Credito, abbiano marcate responsabilità per aver indotto le perdite, spingendo su questi contratti, ma il problema deriva anche da una generale sottovalutazione, inconsapevolezza e forse ignoranza delle regole che sottendono al gioco, che è molto più complicato di quanto sembri, come, poi, spiegherò. Lo stesso legislatore si è mosso tardi, i "media", le associazioni di categoria e noi professionisti pure, nel rilevare il necessario rigore nel trattare queste operazioni in impresa. Prima vi ho riportato la definizione di derivato data da un Istituto di Credito, ora vi riporto quella dei Principi Contabili internazionali

(alla quale rimanda peraltro il nostro Codice Civile con l'art. 2427 bis): "qualsiasi ***contratto*** che dia origine ***a un'attività finanziaria per un'entità*** e a ***una passività finanziaria*** o uno strumento rappresentativo di capitale ***per un'altra entità***". Ebbene, a mio avviso, focalizzandosi bene su questa definizione, espressa in modo ben differente dalla precedente) si arriva al nocciolo del problema, banalizzandolo: si parla di un ***contratto tra due controparti***, in cui ***una guadagna, normalmente, solo se l'altra perde***.

E' ovvio il forte conflitto di interessi tra le due parti. Nel caso di un mutuo, un soggetto che ha disponibilità di capitali e ne mette a disposizione di un altro una parte, dietro corrispettivo, il rapporto è, a mio avviso, in "nuce", quasi sinergico, o comunque meno conflittuale. A ciò si aggiunga pure che mentre un direttore amministrativo e finanziario mediamente capace è di norma in grado di ben raffrontare diversi mutui, capirne e valutarne l'impatto, è, normalmente, a mio modesto avviso (ma non solo mio), incapace ed impossibilitato a valutare l'effetto/impatto possibile di un contratto derivato, soprattutto se complesso. Ne è incapace il direttore amministrativo e finanziario, ma a maggior ragione l'imprenditore ed il professionista che segue l'azienda. D'altro canto, sicuramente, invece la controparte (la Banca) è ben capace di farlo. Prima ho usato una parola, ignoranza, alla quale, da sempre, si dà un significato negativo, ma che in realtà, come tutti ben sappiamo, significa semplicemente la mancanza di conoscenze specifiche su un argomento, che viene, appunto, ignorato. Dico ciò perché la consapevolezza della difficoltà dell'argomento di cui parliamo è focale, vuoi per seguire il ragionamento che cerco di esprimere, vuoi perché le cause in essere contro gli istituti di credito per il risarcimento dei danni vertono sul fatto che il sottoscrittore fosse o non fosse "***operatore informato***". Cerco di spiegare questo concetto con una recente esperienza. Sulla scia di tutti gli accadimenti di quest'anno, qualche mese fa, una società cliente ha chiesto, nel corso di una verifica sindacale, cosa ne pensassimo della sottoscrizione di un derivato di copertura tassi, ancorché semplice (il cd "plan vanilla"). I colleghi sindaci ed io abbiamo risposto che ritenevamo assolutamente necessario valutare bene la cosa, mediante l'analisi tecnica di un esperto indipendente (soprattutto indipendente dall'Istituto di Credito). Era una valutazione che avevo visto fare, qualche tempo fa, da un cliente in sede di rinegozazione di due strumenti derivati complessi, a causa dei quali aveva già perso parecchio. Ebbene, il cliente ha proceduto ad incaricare un esperto valutatore, e, sebbene si partisse da un semplice "plan vanilla" (un derivato molto semplice al quale, comunque, venivano legate delle varianti su durata e "step up" tassi), si è arrivati ad uno studio di ben 35 pagine, nel quale l'esperto ha costruito migliaia di scenari di possibili andamenti futuri dei tassi calcolando lo sviluppo degli oneri dei contratti di mutuo principali e quello dei derivati collegati, con un grado di "confidenza statistica" del 95% (utilizzando tecniche di inferenza statistica) e disegnando uno scenario migliore, uno medio ed uno peggiore. Nel caso specifico il cliente ha deciso di non sottoscrivere i derivati perché solo nel caso peggiore di rialzo dei tassi e, quindi, in un'ipotesi statisticamente limitata di casi, ne avrebbe avuto vantaggi.

Ma il punto non è avere o non avere sottoscritto i contratti, è quello di aver agito informati e preparati, con la diligenza richiesta ad un amministratore di società che deve firmare un contratto che può dare impatti sul patrimonio della società che rappresenta. Aggiungo, avendo visto la simulazione, che personalmente, non sarei, penso, stato in grado di costruire il modello e credo che neanche un responsabile amministrativo e finanziario mediamente capace lo sarebbe stato, mentre la banca, ovviamente, lo è. Ritorniamo, quindi, a quello che per me è il punto cruciale: due parti firmano un contratto dove una guadagna, in buona sostanza, se l'altra perde, una conosce gli scenari statistici futuri e quindi il suo rischio e l'altra no: mi pare ovvio che l'impresa debba usare cautele molto importanti, anche a costo di incorrere in costi preliminari aggiuntivi, al fine di scongiurarne altri molto, molto più alti, in futuro; o, affrontando pure detti costi, però con la conoscenza/percezione del rischio, percezione alla base delle capacità dei nostri bravi imprenditori. Credo che l'esperienza di oggi sull'argomento ci suggerisca semplicemente un termine: rigore. Maggior rigore nel bilanciare i rapporti di forza tra i due operatori (Banca ed Impresa), quantomeno nelle informazioni precontrattuali a disposizione (le simulazioni sugli scenari futuri potrebbero essere fornite direttamente dalla banca), maggior rigore nel sottoscrivere con attenzione i contratti da parte delle imprese (coinvolgendo amministratori e sindaci), nel valutare i costi potenziali se vi sono ed imputarli in bilancio a fine anno. Credo, per concludere, che non si debba "sparare a zero" in generale su strumenti finanziari che, anzi, possono ben supportare le aziende nelle loro attività, sempre più complesse, ma semplicemente evitare che gli operatori continuino a sottoscrivere documenti senza conoscerne o valutarne le conseguenze, firmando "bendati" invece che "informati".

Federico Venturi
Dottore Commerialista