

**Speculazioni**

**160**  
**miliardi**

Totale dei derivati  
sottoscritti dal Tesoro

**4,5**  
**miliardi**

Costo subito dal Tesoro  
nel 2014 per pagare gli interessi  
e spesare le altre perdite  
sui derivati

**16,9**  
**miliardi**

Costo subito dal Tesoro  
nel periodo 2011-2014  
per pagare gli interessi  
e spesare le altre  
perdite sui derivati

Le fonti delle cifre riportate in queste pagine sono: per il valore totale dei derivati e quello con termine a marzo 2016, Mef; per i costi subiti e il valore di mercato, elaborazioni su dati Eurostat; per l'esborso del derivato Morgan Stanley e le probabilità di perdite future, Corte dei Conti; per Deutsche Bank, il bilancio del primo semestre 2015



# Buco di Stato, segreto di Stato

*I contratti dei derivati-flop comprati dal Tesoro sono tenuti nascosti a tutti. Eppure stanno già costando miliardi alle casse pubbliche. Mentre le banche ci fanno profitti d'oro*

di **Luca Piana**

**C**CHE COSA C'ENTRANO I DERIVATI finanziari con due tragedie come l'attentato alla stazione di Bologna o l'abbattimento del Dc-9 Itavia nel cielo di Ustica, avvenute entrambe nel 1980? Nulla, se non fosse per un'indiscrezione di inizio ottobre: il governo di Matteo Renzi ha valutato l'ipotesi di porre il segreto di Stato sui contratti finanziari, noti appunto come derivati, costati al Tesoro ben 16,9 miliardi solo negli ultimi quattro anni. Può suonare irriverente accostare un problema economico ai fatti più sanguinosi della storia repubblicana, che hanno visto i documenti ufficiali desecretati proprio da Renzi. Eppure, scorrendo la legge del 2007 che ha riformato il segreto di Stato e il successivo decreto attuativo, l'ipotesi di una misura così estrema anche per i derivati può non sembrare peregrina: in un passaggio, molto controverso, il testo fa infatti esplicito riferimento alla tutela di interessi «economici e finanziari».

Le voci di inizio ottobre, tuttavia, non hanno trovato conferma e la firma del premier per porre il segreto non c'è stata. Perché? Secondo alcune ricostruzioni, le strutture del governo avrebbero dato un parere tecnico negativo. Il Tesoro, interpellato da "l'Espresso", getta acqua sul fuoco, dicendo di «non aver avanzato alcuna richiesta» in tal senso e definendo «probabilmente infondata» la notizia che il governo ci abbia pensato. Illuminante la spiegazione che lo stesso ministero guidato da Pier Carlo Padoan fornisce di questa sua valutazione: «L'accesso agli atti dei derivati può essere negato senza invocare il segreto di Stato».

Proprio lo scorso 8 ottobre, il Movimento 5 Stelle ha visto respingere la propria richiesta di avere copia dei contratti per studiare nei dettagli i derivati del Tesoro, strumenti finanziari molto complessi, che possono essere usati sia in modo prudente, proteggendo chi li fa dai rischi di mercato, sia a fini speculativi. Un esempio: sulla base di un valore pattuito di un miliardo, il Tesoro si impegna a pagare una volta l'anno alla banca un tasso fisso del 3,5 per cento; la banca a versare al Tesoro ➤

**32,4**  
**miliardi**  
Perdite stimabili nei  
prossimi anni sui derivati  
del Tesoro alle attuali  
condizioni di mercato



## Speculazioni

**3,1 miliardi**

**Esborso effettuato nel 2012 dal Tesoro alla banca Morgan Stanley per chiudere un'operazione su derivati in perdita**

un tasso variabile pari all'Euribor. Se l'Euribor è uguale al 3,5 per cento, si fa pari e patta; se va sopra ci guadagna il governo italiano; se va sotto a brindare è la banca (vedi scheda a pagina 27). A negare i contratti ai 5 Stelle è stata la Commissione per l'accesso agli atti amministrativi, presieduta dal sottosegretario Claudio De Vincenti. La risposta è stata la seguente: siete deputati, fate le vostre domande attraverso le interrogazioni parlamentari. Alle quali, però, il ministero risponde in modo sommario. Perché allora, se non nella forma, il segreto di Stato sui derivati esiste nei fatti? A giudicare da alcuni indizi, è legittimo un sospetto: le perdite che, in questi mesi, il Tesoro si sta accollando su questi complessi strumenti finanziari sono tali da motivare qualche imbarazzo.

### DEUTSCHE BANK E GLI ALTRI

Il 30 luglio scorso Deutsche Bank ha pubblicato il bilancio del primo semestre 2015. In una tabella si dice che il valore dei derivati italiani posseduti dal colosso tedesco è sceso da 4,4 a 3,5 miliardi in meno di tre mesi, tra marzo e giugno 2015. Semplici variazioni di mercato o ha incassato 800 milioni dal Tesoro per chiudere un derivato? Alcuni dei contratti sono arrivati a fine vita oppure la banca ha accettato di rinegoziarli? A queste domande, Deutsche Bank ha risposto che «non diffonde informazioni sulle relazioni con i propri clienti».

Secondo indizio: nelle ultime settimane due deputati della Commissione Finanze della Camera, Giovanni Paglia di Sel e Carla Ruocco dei 5 Stelle, hanno fatto a Padoa una serie d'interrogazioni. È emerso così che nel 2015 sono giunte a scadenza due operazioni firmate 10 anni prima del valore totale di 2 miliardi, definite «swap», come vengono chiamati quelli dell'esempio fatto sopra. In questo caso il Tesoro ha pagato 91,8 milioni di euro solo per l'ultima rata semestrale. Quali banche hanno incassato? «Non forniamo nomi per obblighi di riservatezza», dice il ministero. Ma qualunque sia l'istituto, quanto ci ha guadagnato in dieci anni? Partendo dai dati forniti nelle interrogazioni, Nicola Benini di Ifa Consulting, società specializzata nell'ingegneria finanziaria dei derivati, che ha assistito vari enti locali nel rinegoziarli, dice che «è possibile arrivare a una risposta di prima approssimazione». In sostanza: in 10 anni il Tesoro avrebbe versato alla banca (o alle banche) dal nome ignoto interessi

per un totale di 1,1-1,4 miliardi. Benini aggiunge però un particolare importante: quando è stato firmato, quel contratto era così sbilanciato in favore della banca, da far ragionevolmente supporre che questa abbia versato al Tesoro un sostanzioso bonus d'ingresso, che i tecnici dei derivati chiamano «upfront». Benini lo quantifica «tra i 700 e i 900 milioni». Incassare subito, ovvero nel 2005, 700-900 milioni, per poi sborsare alla banca 1,1-1,4 miliardi nel giro di dieci anni: qual è la

logica? «Con l'esperienza dei derivati analizzati in tanti anni, posso ipotizzare che l'upfront iniziale potesse servire per coprire una perdita su operazioni precedenti o per ridurre il deficit pubblico di quel momento», dice Benini.

Non manca un terzo indizio. Nella stessa occasione il Tesoro ha rivelato un altro colpo sfortunato. In alcuni contratti, infatti, esistono clausole di «estinzione anticipata» che, a certe condizioni, permettono ai banchieri di porvi fine, incassando la cifra intera subito, non dilazionata fino al termine naturale. La scadenza, per uno di questi, è il prossimo marzo, su un derivato da 2 miliardi che oggi ha un valore negativo per il Tesoro di ben 849 milioni. Che cosa vuol dire? Gli esperti di Ifa Consulting hanno calcolato che, visto l'andamento dei tassi, l'esercizio della clausola potrebbe costare alle casse dello Stato quasi un miliardo, da versare in marzo a una banca il cui nome non è stato divulgato, chiudendo un contratto che in teoria durerebbe fino al 2036. Perché ci siamo imbarcati in un'operazione così disastrosa? Benini spiega che in questo tipo di derivato, detto «swaption», il rischio grava tutto sul venditore, cioè sul Tesoro. Che viene com-

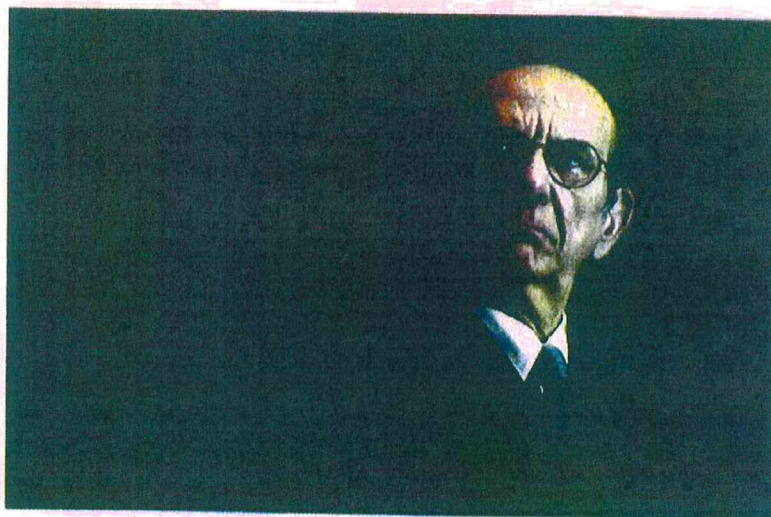
pensato da un premio iniziale versato dalla banca, il famigerato «upfront»: «Purtroppo non è possibile essere molto precisi, perché in

**849 milioni**

**Valore di mercato negativo di un derivato che il Tesoro potrebbe essere costretto a pagare a marzo 2016 a una banca il cui nome è riservato**



**Pier Carlo Padoa-Schioppa,**  
ministro dell'Economia.  
I derivati sono stati fatti  
dai suoi predecessori



un caso così l'incasso iniziale del Tesoro può variare enormemente, da un minimo di 100 milioni a un massimo di 500». In base a cosa? Al potere contrattuale delle due parti o di quanto effettivamente sanno prevedere come si muoveranno i mercati: «Solo avere i contratti ci darebbe risposte esaurienti», dice Benini.

### "SMASCHERARE I RESPONSABILI"

Per avere idea di quanto costano agli italiani i 160 miliardi di derivati del Tesoro bisogna scorrere il Conto economico delle amministrazioni pubbliche dell'Istat. Alla riga 66 della tabella numero 22 si scopre che negli ultimi 4 anni lo Stato ha versato alle banche un flusso netto d'interessi di 12,6 miliardi. A questi quattrini, però, bisogna aggiungere i costi non contabilizzati tra gli interessi. Si arriva così a un totale in quattro anni di 16,9 miliardi, 4,5 dei quali nel 2014. In pratica, se il Tesoro non avesse perso quei soldi, Renzi avrebbe potuto azzerare l'Imu sulla prima casa senza tagliare altre spese. Chi ha incassato? Non si sa. L'unico caso noto sono i 3,1 miliardi pagati nel 2012 a Morgan Stanley, che esercitò una clausola d'estinzione del contratto, evento che si è ripetuto a vantaggio di banche rimaste ignote: il 10 febbraio Maria Cannata, responsabile debito pubblico del Tesoro, durante un'indagine conoscitiva della Commissione Finanze della Camera, ha detto che altre due clausole sono state esercitate nel 2014, senza nominare le banche coinvolte. Interpellato da "L'Espresso", il Tesoro ha confermato la riservatezza. «No comment» è stata la replica di JP Morgan, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Barclays e Citi, alcuni degli istituti più esposti sui derivati. Ma è legittimo il segreto? È toccato proprio a Maria Cannata, in questi mesi, erigere il muro di silenzio che avvolge i derivati. Ai Cinque Stelle che chiedevano i contratti, ha detto no perché «un grado così elevato di trasparenza potrebbe farci perdere in termini

**NEL 2015 È SCADUTA L'ULTIMA RATA DI UNO SWAP:  
ALMENO 1,1 MILIARDI SONO STATI PAGATI DALLO  
STATO A UN ISTITUTO IL CUI NOME È RISERVATO**

di competitività». Il direttore generale del Tesoro, Vincenzo La Via, ha spiegato: «Si tratta di contratti privati fra due controparti, e in alcuni casi sono state ottenute condizioni molto buone per l'Italia». La Via si è impegnato a diffondere un report annuale - atteso a breve - sulla gestione del debito, con i dati statistici sui derivati. Ma la linea del Piave resta non fornire i contratti, per non divulgare le condizioni «molto buone». Questa spiegazione, però, stride con il fatto che, nel marzo scorso, la perdita potenziale aveva toccato un picco record di 45 miliardi (vedi ancora scheda a pagina 27), difficilmente giudicabile un buon risultato. E con la necessità di rispondere alle critiche. Giovanni Paglia di Sel ha osservato che, senza trasparenza, il governo può spendere subito i quattrini che incassa quando i derivati vanno bene, senza accantonare nulla per quando vanno male. E Carla Ruocco, deputata dei 5 Stelle, dice: «Visto il rischio di enormi perdite a cui il Tesoro ha esposto i cittadini per i prossimi anni, riteniamo nostro dovere acquisire i contratti, fare una due diligence e trovare le responsabilità». Per il Tesoro le perdite >

**813  
milioni**

Minori rischi sui  
derivati italiani messi  
a bilancio da Deutsche  
Bank a giugno 2015



## Speculazioni



**Il quartier generale di Morgan Stanley, a New York**

prevedibili, calate a giugno a 32,4 miliardi («ma a oggi certamente ri-aumentate per effetto del riacquisto di titoli di Stato della Bce», sostiene Benini) non è detto che si verifichino, perché le condizioni di mercato potrebbero mutare. «Tuttavia, ormai dal 2006, queste perdite cosiddette potenziali si stanno regolarmente trasformando in realtà, al punto che a rate abbiamo ormai pagato alle banche svariati miliardi», dice Ruocco, arrabbiatissima per il veto sulla consegna dei contratti: «Sanno che nel Movimento abbiamo non solo la volontà ma anche le competenze per trovare chi deve rispondere dei danni».

Anche fuori dai partiti, la segretezza dei derivati fa discutere. Fulvio Cortese, professore di diritto amministrativo all'Università di Trento, dice che il punto d'equilibrio fra le esigenze del Tesoro e la necessità di trasparenza è una questione delicata. Il segreto di Stato è stato riformato nel 2007 e, a una prima lettura, un decreto attuativo del 2008 sembrerebbe dare a Renzi il potere di blindare i contratti: la prima delle materie a cui il segreto si applica è infatti «la tutela di interessi economici, finanziari, industriali, scientifici, tecnologici, sanitari e ambientali». Per Cortese, tuttavia, un campo d'azione così ampio rischia «di allargare eccessivamente la possibilità di apporre il segreto, rispetto alle norme restrittive indicate dalla legge». Che sono, tra le altre, l'integrità della Repubblica e la difesa dello Stato. Bollare i contratti come «top secret», secondo il giurista, potrebbe dunque essere illegittimo. Cortese dice di comprendere la cautela nel comunicare i contenuti di operazioni finanziarie così complesse senza inquadrarle nel modo giusto: «Fornire i contratti a chiunque, anche a chi non ha un interesse circostanziato, può essere eccessivo», osserva, «ma per il Parlamento è diverso: il Parlamento vota il bilancio dello Stato, deve poter controllare come il governo si procura e spende le risorse. Se gli si tolgono gli strumenti per farlo, viene meno il potere di controllo sulle responsabilità politiche di eventuali errori».

### Chi comandava quando furono acquistati



**GIULIO TREMONTI**

Dal 2001 è stato ministro dell'Economia per tre volte. Come ha spiegato di recente il Tesoro, il portafoglio dei derivati ha iniziato ad aumentare dopo il 2000



**DOMENICO SINISCALCO**

È stato direttore generale del Tesoro dal novembre 2001, poi ministro dell'Economia da aprile a settembre 2005. In seguito è entrato nella banca Morgan Stanley



**TOMMASO PADOA-SCHIOPPA**

Ministro dell'Economia da giugno 2006 a maggio 2008. Preoccupato dalle prime perdite sui derivati fatti negli anni prima, chiamò Bankitalia e Consob per farne una valutazione



**VITTORIO GRILLI**

Direttore generale del Tesoro da maggio 2005, nel novembre 2011 è diventato prima vice-ministro poi ministro dell'Economia. Ora lavora nella banca JP Morgan

### QUEI DUBBI DI PADOA-SCHIOPPA

Derivati ne sono stati fatti fin dal 1995 ma, come ha spiegato Maria Cannata alla Camera, è dopo il 2000 che l'attività è andata intensificandosi. Fino al 2005, il governo in apparenza ci aveva guadagnato. I derivati, però, tra upfront, clausole segrete e andamento dei mercati manifestano i loro effetti per anni a venire. Così il governo ha iniziato a perdersi nel 2006, al punto che Tommaso Padoa-Schioppa, appena insediato ministro dell'Economia nel governo Prodi, si mise in allarme: «Mi disse che voleva vederci chiaro e fece una commissione con la partecipazione di Banca d'Italia e Consob che, partendo dagli enti locali, doveva individuare i rimedi», ricorda Vincenzo Visco, all'epoca vice-ministro.

Il Tesoro, dunque, cominciò a perdere quattrini ben prima della crisi dei titoli del debito pubblico, anche se gli esborsi s'impennarono proprio dal 2010, quando i Btp furono travolti dalla speculazione e lo spread schizzò all'insù. Il Tesoro ha spiegato che in un contesto così complicato ha voluto tutelarsi da un rialzo dei tassi, per proteggere le finanze pubbliche da uno choc. Le banche erano restie a comprare Btp ed è stato cercato un modo per indurle a farlo. Questo modo è stato, tra l'altro, la vendita delle già citate swaption. La spiegazione ha fatto tuonare Renato Brunetta



Dir. Resp.: Luigi Vicinanza

**95%**  
**Probabilità che il Tesoro debba spendere già nei prossimi 2-3 anni almeno un quinto delle perdite sui derivati che hanno un valore più negativo**

## Le parole per capire

**DERIVATI** Sono strumenti finanziari che impegnano le parti a scambiarsi (a date e condizioni prestabilite) flussi di denaro, determinati dal variare di altre variabili di mercato. Possono servire per coprire chi li sottoscrive dai rischi, ad esempio, di un andamento negativo dei tassi d'interesse o di una valuta oppure, al contrario, per speculare.

**IRS** Interest Rate Swap: è un contratto che impegna le parti a scambiarsi, sulla base di un nozionale di riferimento, flussi periodici di pagamenti. L'Irs standard è quello in cui la prima parte paga un tasso fisso e riceve dalla seconda un tasso variabile. Se il variabile è più alto del fisso, ci guadagna la prima, se è più basso, la seconda. In febbraio il Tesoro ha detto di aver stipulato per un nozionale di 102 miliardi quelli che ha chiamato "Irs di duration", in cui paga un tasso fisso e riceve un variabile, serviti per allungare la

durata del debito di circa 80 giorni. Ai valori di mercato di allora le perdite su questi Irs erano stimate in 33 miliardi. **SWAPTION** È un'opzione venduta dal Tesoro che, in una data futura, dà alle banche acquirenti la facoltà di stipulare uno swap con lo Stato per il quale sono prefissati nozionale, tasso e durata. A febbraio il Tesoro vi aveva perdite potenziali per 9 miliardi.

**UPFRONT** È il premio alla stipula, ovvero il pagamento iniziale che una delle due parti incassa subito per entrare nel contratto. Il Tesoro lo ha incassato ad esempio vendendo le swaption, che di fatto hanno permesso alle banche acquirenti di coprirsi dai rischi futuri di oscillazione dei tassi.

**MARK TO MARKET** È il valore attuale dei flussi di cassa futuri di un derivato, calcolato sulla base dei dati correnti di mercato. A marzo quello sui derivati del Tesoro ha toccato il picco negativo di 45 miliardi (Eurostat), a giugno era sceso a 32,4 miliardi. Gli analisti legano il calo all'anomalo e non duraturo rialzo dei tassi swap nel periodo e si aspettano per settembre un nuovo aumento del "mark to market" negativo.

(Forza Italia) contro il «rapporto di sudditanza psicologica» nei confronti delle banche. E non convince diversi esperti sentiti dalla Commissione Finanze della Camera. Alcuni hanno sottolineato che l'attività in derivati era forte da anni, quando i Btp non avevano difficoltà ad essere venduti agli investitori, e che le perdite sono partite nel 2006. Marcello Minenna, che insegna finanza quantitativa alla London Graduate School of Mathematical Finance, ha osservato che tre quarti delle perdite potenziali dello Stato (e cioè a giugno 26 miliardi) si riferiscono a circa 100 dei 160 miliardi totali di derivati e che si tratta di operazioni speculative. Sempre in audizione ha fatto notare che, nel caso in cui su uno swap si perda più di un quarto del suo valore, la probabilità che quelle perdite si materializzino negli anni a venire è altissima. Le considerazioni sue e di altri esperti hanno inquietato la Corte dei Conti che, nell'analisi del bilancio dello Stato, in un giudizio sui derivati firmato da Antonio Buccarelli e Cinthia Pinotti, ha definito «di tipo speculativo» le operazioni compiute dal governo con i soldi dei cittadini. Nel parere si

**90%**  
**Probabilità che si realizzino le perdite sui derivati che hanno oggi un valore negativo**

fanno propri alcuni calcoli preoccupanti, come quello che i derivati più in perdita costringano il Tesoro a liquidare già nel giro di 2-3 anni un quinto delle perdite potenziali: un esborso certamente miliardario.

Due fatti meritano di essere citati. Il primo riguarda il tema, per ora ignorato, sui controlli. Se le polemiche sono esplose alzando un po' il velo, gran parte del merito - involontario - va al derivato da 3,1 miliardi che il Tesoro ha pagato a Morgan Stanley nel 2012. A dare la notizia fu però una rivista inglese per esperti, "Risk", senza la quale nulla si sarebbe saputo. Il secondo riguarda il futuro: «Non ne faremo più», ha assicurato La Via, riferendosi ai derivati sui tassi, quelli su cui si è perso di più e che non si fanno dal 2013. Una consolazione, che non spegne le critiche per i soldi bruciati finora. E per quelli che lo saranno, ahinoi, nei prossimi anni. ■



DERIVATI

## **Il Tesoro rischia altri 15 miliardi**

**QUANTO CI COSTERANNO** nei prossimi anni i derivati finanziari che il Tesoro ha sottoscritto con le grandi banche internazionali? Dopo l'articolo de "l'Espresso" della scorsa settimana, anche l'associazione Nens - fondata da Pier Luigi Bersani e Vincenzo Visco e attiva attraverso un sito Internet ricco di spunti - suona l'allarme, pubblicando un'analisi che giunge a conclusioni poco rassicuranti.

L'argomento sono i contratti "swap" e "swaption" che impegnano il Tesoro e le banche clienti a scambiarsi reciprocamente flussi di pagamenti, determinati a seconda di come variano i tassi d'interesse. Per lo Stato, purtroppo, in questi anni il saldo di questi pagamenti è stato fortemente negativo, al punto che negli anni dal 2011 al 2014 il costo per le casse pubbliche è stato di 16,9 miliardi. Così come rischia di essere in forte perdita anche nei prossimi anni. Il Nens, sulla base degli elementi conosciuti di contratti che vengono celati sotto stretto riserbo, arriva a queste conclusioni: c'è una probabilità del 99,5 per cento che il Tesoro sborsi alle banche 6,5 miliardi nei prossimi due anni; del 98 per cento che ne versi 9 nei prossimi tre e del 95 per cento che paghi 15 miliardi nei prossimi sei anni.

Il Tesoro ha giustificato il rischio di questi contratti dicendo che, grazie ad essi, ha allungato la durata dei titoli di Stato che compongono il debito pubblico di circa 80 giorni, rispetto ai 5 anni della media attuale. Ma la domanda viene spontanea: valeva la pena assumersi un rischio tale per 80 giorni? **Luca Piana**