

Derivati degli Enti Locali e controllo dei rischi: indietro tutta ?

03/06/2011



C'è una sola cosa buona nelle crisi finanziarie: si può imparare molto e fare in modo di non ripetere gli stessi errori, soprattutto quando le conseguenze hanno le dimensioni (già dimenticate?) viste nel 2008.

La principale lezione lasciataci dalla recente crisi mondiale è stata l'attenzione ai rischi: di tasso, di mercato, di credito, di liquidità. Averli trascurati e averli accumulati in misura abnorme non ha che accresciuto la potenza della deflagrazione e la vastità dei danni.

Come nella famosa metafora della farfalla, il mancato pagamento della rata di un mutuo in Texas ha mandato sul lastrico i risparmiatori di Londra.

Quando Consob propose, nel 2009, un approccio quantitativo alla misurazione dei rischi presenti nei titoli c.d. strutturati (vale a dire titoli e contratti che combinano in vari modi obbligazioni e derivati più o meno esotici) aveva in mente la lezione della crisi e intendeva imporre agli emittenti (banche e assicurazioni in primis) una chiara esplicitazione dei rischi di ogni prodotto messo in vendita.

Il prospetto d'offerta, infatti, doveva contenere i "3 pilastri" (quantitativi) per un investimento consapevole da parte del comune risparmiatore, vale a dire:

- 1) la scomposizione del prezzo del titolo strutturato (unbundling) e il suo rischio a scadenza; rappresentato mediante una tabella di probabilità dei valori finali (scenari probabilistici);
- 2) il rischio nel corso della vita del titolo segnalato mediante una griglia qualitativa di volatilità
- 3) l'orizzonte temporale d'investimento in anni.

La stessa metodologia, peraltro ben nota a livello accademico internazionale e largamente utilizzata dagli stessi emittenti per fare il pricing del prodotto nella fase di emissione e le coperture dei rischi (hedging) nella fase di gestione, fu proposta a suo tempo da Consob per analizzare i contratti (derivati) sottoscritti dagli Enti Locali per la ristrutturazione dei propri debiti a lungo termine.

Ecco un esempio tipico, sebbene lasciato anonimo.

Si immagini un Comune che nel maggio 2006 si è indebitato per 2 milioni di euro al tasso fisso del 5.8% per 20 anni. All'epoca poteva essere un tasso congruo mentre oggi appare un onere eccessivo rispetto alle condizioni di mercato. Di qui la possibilità, offerta da vari intermediari, di ristrutturare il debito aggiungendo un contratto di swap in cui il Comune riceve un tasso fisso (diciamo ancora 5.8%) e paga un tasso variabile, ad esempio Euribor a 6 mesi + spread di 2.20%. Al netto il Comune pagherebbe:

$-5.8\% + (5.8\% - \text{Euribor} - 2.2\%) = - \text{Euribor} - 2.2\%$.

Poiché l'Euribor a 6 mesi è oggi all'1.7% il Comune al momento pagherebbe $-1.7\% - 2.2\% = -3.9\%$. Ovviamente una tale ristrutturazione può essere troppo costosa da acquistare e l'intermediario propone di aggiungere anche un'opzione collar che vincola il tasso nel corridoio (ad esempio) tra 4% e 8.8%. Immaginiamo che per l'operazione l'intermediario chieda "solo" una commissione di 100 mila euro. Che fare? L'approccio Consob sintetizza in una valutazione probabilistica il confronto tra situazione debitoria corrente e situazione ristrutturata e fornisce il valore corretto della ristrutturazione (Tab. 1).

Dunque: la ristrutturazione, a fronte di un beneficio immediato (si comincia a pagare 4% contro 5.8%), presenta un'elevata probabilità di maggiori oneri futuri (64%).

Inoltre il prezzo richiesto dall'intermediario (100 mila euro) è eccessivo rispetto al fair value di circa 3 mila euro.

Tutto bene? Per niente. Questa metodologia, chiara e rigorosa, rischia oggi di essere brutalmente sostituita da parte delle Autorità preposte, da un approccio ad un tempo infondato (metodologicamente) e dannoso (praticamente), detto approccio "what-if".

Lo si vuole applicare ai titoli strutturati delle banche come ai derivati degli Enti Locali, con una grave perdita di trasparenza e di salvaguardia sul lato della domanda e grandi vantaggi per gli intermediari dal lato dell'offerta.

In estrema sintesi, si propone di valutare la rischiosità di una struttura modificando arbitrariamente alcuni parametri (tassi e volatilità) verso l'alto (+10%) e verso il basso (-10%) e facendo vedere l'effetto che fa (detto sensibilità).

Tra l'altro, coi tassi al 2%, una variazione del 10% significa immaginare tassi che passano al 2.20%, un movimento che oggi vediamo compiersi in pochi giorni, figurarsi in 20 anni.

In Tab. 2 è indicato il risultato dell'approccio "what-if" che, tra l'altro, moltiplica a dismisura le tabelle da considerare in un'orgia di numeri (riportati solo in parte) di difficile lettura per l'esperto e di totale incomprendibilità per il normale cittadino, sindaco compreso.

Secondo questo approccio, la situazione debitoria iniziale risulterebbe avere una "sensibilità massima" (sic !) tra il -2.36% e il +2.48%; la situazione ristrutturata tra il -2.06% e il +1.13%.

Verrebbe da dire che per evitare il peggio è meglio ristrutturare: il contrario della cosa giusta.

Per di più, l'impostazione riduce in modo inverosimile e simmetrico le rischiosità dando una falsa impressione di rischi contenuti, assolutamente lontani dalla realtà dei mercati.

TAB. 1 Approccio probabilistico

Valutazione comparativa

Probabilità

Valore medio

Il prestito ristrutturato produce minori oneri finanziari per l'Ente Locale

35.74%

€ 65.064

Il prestito ristrutturato produce maggiori oneri finanziari per l'Ente Locale

64.26%

€ -153.768

Prezzo di mercato della ristrutturazione (fair value)

€ 3.054

TAB. 2 Approccio "what-if"

Scenario di mercato

La variabile finanziaria "curva a pronti" varia di +10%

La variabile finanziaria "curva a pronti" varia di -10%

debito iniziale

-2.36%

+2.48%

debito ristrutturato

-1.19%

+0.29%

Scenario di mercato

La variabile finanziaria "volatilità cap" varia di +10%

La variabile finanziaria "volatilità cap" varia di -10%

debito iniziale

0%

0%

debito ristrutturato

+0.24%

-0.23%

Scenario di mercato

La variabile finanziaria "volatilità floor" varia di +10%

La variabile finanziaria "volatilità floor" varia di -10%

debito iniziale

0%

0%

debito ristrutturato

+0.18%

-0.15%

Scenario di massima sensibilità in diminuzione

Scenario di massima sensibilità in aumento

La variabile finanziaria "curva a pronti" varia di +10%, la variabile finanziaria "volatilità cap" varia di +10%, la variabile finanziaria "volatilità floor" varia di -10%

La variabile finanziaria "curva a pronti" varia di -10%, la variabile finanziaria "volatilità cap" varia di -10%, la variabile finanziaria "volatilità floor" varia di +10%

debito iniziale

-2.36%

+2.48%

debito ristrutturato

-2.06%

+1.13%