



Finanza e Mercati In primo piano

Con i tassi di agosto il comune ha guadagnato con i derivati. L'esperto spiega come e perché

2.1K
Share

di Vito Lops

5 settembre 2010 Cronologia articolo

Storia dell'articolo

Questo articolo è stato pubblicato il 05 settembre 2010 alle ore 16:01.

[Chiudi](#)



Derivati, derivati e ancora derivati. Contratti che nascono per proteggere un investimento da un'impennata dei tassi ma che spesso si sono rivelati un boomerang per chi li ha stipulati. E fra questi, anche molti enti locali. Basti pensare che, secondo il ministero dell'Economia, a giugno 2008, 594 tra Regioni, Province e Comuni avevano stipulato con le banche contratti swap, ovvero accordi di scambio di flussi cedolari, per un nozionale complessivo pari a 35,6 miliardi di euro prima che scattasse il blocco per decreto legge proprio per evitarne l'abuso. Enti locali che però, adesso, a sorpresa, potrebbero trarre un grande vantaggio dall'eccezionale caduta dei tassi Eurirs (gli stessi a cui sono ancorati i mutui a tasso fisso) ad agosto.

Mentre, allo stesso tempo, l'attuale scenario sul fronte tassi potrebbe gravare pesantemente sui bilanci di molte imprese che, al pari delle municipalità, hanno (e continuano) sottoscritto contratti derivati agganciati ai propri debiti.

Come mai? Lo abbiamo chiesto a Marco Delzio, presidente di [Martingale Risk Italia](#), società di ingegneria finanziaria indipendente specializzata nell'offerta di soluzioni di pricing e risk management di titoli derivati complessi che può contare su un database di più di duemila contratti, sia di enti locali sia di imprese dai 2 ai 500 milioni di euro di fatturato. E che negli ultimi mesi ha messo al setaccio i contratti derivati stipulati da più di 100 comuni e centinaia di imprese, che sintetizza così quello che sta accadendo: «Gli enti locali italiani che hanno in pancia contratti derivati avranno numerosi benefici dalla eccezionale caduta dei tassi swap registrata ad agosto. Scenario opposto per molte imprese, perlopiù piccole e medie, che rischiano di andare in bancarotta per lo stesso motivo che può determinare un aggravio della gestione finanziaria del 4-5% annuo. In molti casi le banche hanno assunto di fatto il ruolo di consulente in pieno conflitto di interessi proponendo alle imprese continue rimodulazioni di contratti derivati speculativi con l'unica finalità di guadagnare commissioni implicite».

Facciamo un passo indietro. A che cosa è dovuta questa improvvisa caduta dei tassi swap, in particolare sulle scadenze a 5 e 10 anni?

Nell'ultimo mese il tasso swap a 5 anni ha perso circa 50 punti base mentre quello a 10 è diminuito di 65 punti. Il crollo, assai rilevante, coinvolge però tutta la curva dei tassi, sia a breve che a lunga scadenza, dall'Euribor a 6 mesi fino allo swap a 50 anni. A mio avviso, alla base di questo fenomeno vi sono due cause: da una parte, la forte sfiducia degli operatori sulle prospettive macroeconomiche e la possibilità di uscita dalla crisi dell'area euro; dall'altra, il cosiddetto fenomeno del flight-to-quality, dove in presenza di forte volatilità di mercato e sfiducia verso il settore privato, gli investitori si concentrano verso i titoli governativi ad alto rating come il Bund. Entrambe queste cause comportano una forte pressione all'acquisto di titoli governativi ad alta qualità, riducendone drasticamente i rendimenti a medio-lungo termine, con immediate ripercussioni sui contratti swap con scadenze simili. E viste le condizioni, difficilmente assisteremo quindi una normalizzazione dei tassi in assenza di una normalizzazione delle variabili economiche fondamentali.

Come sta impattando sui debiti e sui contratti derivati in pancia agli enti locali? Alcuni enti locali italiani, ad esempio i comuni di Margherita di Savoia e Candela in Puglia oppure Villa Collemandina, Fosciandora, Pieve Fosciana, Castelnuovo di Garfagnana, Camporgiano e Bagni di Lucca in Toscana, hanno tratto vantaggio dalla situazione attuale dei tassi. Essi infatti hanno sottoscritto, prima del blocco per la sottoscrizione di nuovi derivati da parte degli enti locali, scattato con il decreto legge del 25/08/ 2008 n.112 stabilito dal Tesoro e valido fino dell'entrata in vigore di un regolamento che accolga anche le indicazioni di Abi e Anci, contratti derivati per i quali ricevono un tasso fisso e pagano Euribor 6 mesi. A tal proposito va precisato che mentre la cedola del contratto è legata al tasso interbancario, il mark to market (cioè il valore teorico che indica l'attualizzazione del flusso dei pagamenti ai tassi vigenti nel momento della chiusura anticipata, ndr) è legato ai tassi Irs osservati sul mercato con maturity pari alla scadenza residuale del contratto in questione. Quindi gli enti stanno beneficiando in termini di flussi cedolari dalla situazione attuale in cui il tasso Euribor 6 mesi è vicino al minimo storico (oggi intorno al 1,13%), e allo stesso tempo beneficiano in termini di mark to market, a causa del forte ribasso dei tassi swap a 5 e 10 anni. Allo stesso modo, il livello attuale del tasso Euribor comporta una forte riduzione delle rate pagabili dagli enti indebitati a tasso variabile.

Può fare un esempio di un contratto derivato di un ente locale che avete consultato?

Un tipico contratto swap sottoscritto da un comune italiano, per esempio i contratti sottoscritti dai comuni della Garfagnana di cui sopra, è il seguente: il comune paga Euribor 6 mesi maggiorato di uno spread dello 0,4%, con un tasso minimo del 3% e un tasso massimo del 5,5%, e riceve dalla banca controparte un tasso fisso del 3,5%. In questo esempio, il comune riceve dalla banca una cedola netta dello 0,5% se il tasso Euribor rimane ai livelli correnti; tuttavia, se i tassi dovessero rialzarsi, può arrivare a pagare una cedola netta pari al 2%. Ne discende quindi che, a fronte di un guadagno limitato nella situazione attuale, i comuni possono incorrere in perdite rilevanti se nei prossimi anni i tassi dovessero salire.

Come sta impattando/impatterà, invece, la caduta degli swap sui debiti e sui contratti derivati in pancia alle imprese?

Se la caduta degli swap sta comportando dei vantaggi per gli enti locali, allo stesso tempo, sfortunatamente, penalizza molte imprese che hanno stipulato contratti derivati, sottoscritti nella maggior parte dei casi con l'obiettivo di coprirne le passività contro il rischio di rialzo dei tassi a breve, per i quali pagano un tasso fisso, per esempio del 4%, e ricevono l'Euribor 6 mesi. Pertanto, l'attuale livello del tasso Euribor provoca cedole nette negative che possono arrivare anche fino al 4-5% l'anno del valore nominale del derivato. Per alcune imprese la cedola netta negativa rappresenta un aggravio finanziario difficilmente sostenibile.

Come mai enti locali e imprese hanno in pancia contratti derivati con strutture dei tassi opposte?

Gli enti locali, soprattutto quelli di dimensioni medio-piccole, avevano contratto mutui con la Cassa Depositi e Prestiti a tasso fisso e con ammortamento graduale fino a scadenza. Dietro proposta delle banche, le quali spesso hanno assunto di fatto il ruolo di consulente in pieno conflitto di interessi, gli enti hanno "scommesso" sul ribasso dei tassi attraverso i contratti swap, scambiando così il flusso cedolare a tasso fisso, originario del debito, in un flusso a tasso variabile. Le imprese invece, molto spesso indebitate all'Euribor 6 mesi, hanno deciso di coprirsi contro il rischio di rialzo dei tassi attraverso contratti derivati nei quali pagavano il tasso fisso contro variabile. Per le imprese abbiamo però spesso riscontrato che i contratti effettivamente stipulati erano inefficienti rispetto all'obiettivo di copertura, a causa di alcune clausole aggiuntive, quali barriere, parametrizzazioni alternative etc., che ne hanno distorto la finalità originaria.

Quindi sia enti locali che imprese sarebbero stati mal consigliati dalle banche sul contratto derivato adeguato da sottoscrivere?

Spesso abbiamo riscontrato che le banche hanno agito in condizione di "conflitto di interesse" nei confronti dei propri clienti agendo, specialmente nei confronti degli enti locali, nella duplice veste di advisor e di venditore di contratti derivati. Naturalmente, i due ruoli entrano in conflitto nel momento in cui il contratto più conveniente da vendere per la banca non risulta necessariamente quello più adeguato ed efficiente rispetto agli obiettivi dell'ente locale. Inoltre, riguardo alle imprese ci è sembrato che molte banche abbiano proposto continue rimodulazioni di contratti derivati speculativi con l'unica finalità di guadagnare commissioni implicite, dal momento in cui non era percepibile nessun'altra logica economica alla base di tali operazioni.

Dei contratti che avete consultato, in percentuale, quanti potrebbero mettere a rischio le imprese?

Sicuramente almeno un 20% delle imprese nostre clienti ha seri problemi finanziari derivanti dalla stipula di contratti derivati, tali da mettere a rischio la solvibilità della stessa impresa.

Le imprese stanno sottoscrivendo molti contratti derivati. Di più o meno rispetto al periodo pre-crisi 2003-2007?

Per le imprese non esiste un blocco alla stipula di nuove operazioni, le quali sono continuate anche nel corso del 2008 e del 2009 anche se a ritmi inferiori rispetto al periodo 2003-2007. Sicuramente i nuovi contratti sottoscritti non presentano i contenuti "esotici", e quindi nettamente speculativi, dei contratti datati 2003-2007, in quanto si è diffusa una certa consapevolezza nel mondo bancario della pericolosità di queste posizioni, sia per le imprese che per le stesse banche. Tuttavia, le banche continuano oggi ad applicare commissioni a nostro avviso ingiustificate rispetto alla natura dei contratti e ai rischi effettivi di controparte sopportati durante la vita degli stessi.

Come giudica il ricorso ai derivati da parte di imprese e enti in Italia?

In base alla nostra esperienza, possiamo affermare che nella maggior parte dei casi sia le imprese che gli enti non erano pienamente consapevoli delle caratteristiche e soprattutto delle implicazioni finanziarie dei contratti derivati che sottoscrivevano. Abbiamo assistito, dall'altro lato, anche ad un atteggiamento di leggerezza da parte delle banche che li hanno proposti, strutturati e poi venduti: nella maggior parte dei casi, i rischi insiti nei contratti non erano adeguati rispetto alla natura e all'attività delle imprese e degli enti. In molti casi, purtroppo, i contratti derivati "ristrutturavano", cioè sostituivano alcuni contratti derivati in perdita sottoscritti precedentemente, aumentandone i rischi anziché ridurli. In sostanza, in moltissimi casi è stato fatto un utilizzo improprio, da parte di molte banche, di strumenti che di per sé avrebbero potuto essere molto utili per la gestione finanziaria sia delle imprese che degli enti.

Ci sono altre potenziali distorsioni attualmente in atto che potranno trasformarsi in una prossima bolla?

I derivati hanno giocato, senza dubbio, un ruolo importante nell'amplificare i rischi, e dunque le perdite, in capo agli intermediari finanziari durante la crisi dei mutui sub-prime. Alcune titoli strutturati derivanti da operazioni di cartolarizzazione, quali i Cdo, specialmente nelle versioni più complesse, hanno concentrato i rischi in pancia ad alcuni operatori che, di

fronte al crollo di fiducia dei mercati registratosi lungo il 2008, sono stati costretti a portare i libri in tribunale, come nel caso della banca Lehman Brothers entrata nella procedura di Chapter 11 il 15 settembre 2008. Nella situazione attuale, vedo possibili rischi soprattutto per quelle imprese che hanno sottoscritto contratti derivati "esotici", cioè contratti le cui cedole sono legate a parametri diversi rispetto al tasso Euribor e che quindi sono collocabili al di fuori di qualunque logica di copertura delle passività.

La situazione diventa sicuramente drammatica nel momento in cui i contratti derivano da una catena di ristrutturazioni di contratti precedenti: in questi casi, essi presentano generalmente costi di cancellazione esorbitanti, al di fuori di qualunque logica economica.

A mio avviso, le banche che oggi hanno in pancia migliaia di posizioni di questo tipo risultano fortemente esposte al rischio di controparte verso le imprese loro clienti, al rischio cioè di non vedere onorati i pagamenti a causa di un possibile fallimento delle imprese. Questo rischio, tutt'altro che remoto, ha implicazioni in termini di stabilità del sistema finanziario e quindi di vigilanza sull'attività bancaria da parte delle autorità.