

Derivati per molti ma non per tutti

Parevano la causa di ogni fallimento. Invece c'è chi oggi li consiglia, pur con qualche precauzione. Soprattutto se si è affiancati da esperti

di **Carlotta Scozzari**

Sono tacciati di essere tra i responsabili dell'attuale crisi economico-finanziaria e di avere spinto quasi sull'orlo del crac molti enti locali italiani, il Comune di Milano su tutti. Eppure questi tanto vituperati prodotti finanziari derivati - o almeno una loro parte - conserverebbero ancora una specifica funzione economica. E, se compresi e utilizzati nel modo corretto, porterebbero addirittura vantaggi tangibili nei portafogli degli investitori. Stando agli ultimi numeri forniti dalla Banca d'Italia, alla fine del 2008 il valore intrinseco (il cosiddetto *mark-to-market*) dei derivati finanziari in essere per le banche attive nel Belpaese era positivo per 47,44 miliardi di euro. Dato che, specularmente, si traduce in una perdita potenziale complessiva dello stesso ammontare per amministrazioni

■ **Palazzo Marino accusa il colpo**

Il Comune di Milano nel 2008 ha accusato perdite pari a 230 milioni di euro a causa di derivati sottoscritti nel 2005 con alcune importanti banche d'affari e istituti finanziari.



■ Trappola tesa anche ad altre città

Il sindaco di Milano Letizia Moratti potrebbe far rientrare nelle casse del Comune gli 80 milioni che le banche avrebbero intascato illegittimamente come costi impliciti.



condotte in tutta Italia dalla Guardia di Finanza. Gli istituti finanziari che hanno rifilato i derivati agli enti locali sono accusati di averli trattati come controparti esperte quando invece le amministrazioni pubbliche non sempre dispongono di professionalità adeguate per effettuare operazioni finanziarie tanto sofisticate.

Ma chi ha fatto il furbo?

Marco Ortica, professionista indipendente aderente all'associazione di consulenti Nafop ed esperto in finanza derivata per gli enti locali, ritiene però che in parte la colpa possa essere anche delle stesse pubbliche amministrazioni: «Resta da capire in questa vicenda chi abbia voluto fare il furbo più dell'altro. Se cioè da una parte gli enti pretendevano di convertire le loro passività con un bel giochino finanziario che si è rivelato nella quasi totalità dei casi devastante, o se sono stati gli intermediari a vendere prodotti estremamente complessi a soggetti non in grado di poter valutare l'efficacia ed efficienza di questi strumenti, utilizzando l'asimmetria informativa come un redditometro. Gli strumenti derivati che abbiamo analizzato, e sono centinaia», prosegue l'esperto di Nafop, «non avevano finalità di hedging, cioè di copertura, come prevede la normativa, ma erano di tipo speculativo. Infatti, soltanto assumendosi elevatissimi rischi si possono ridurre gli oneri sul debito sottostante. Per definizione, i derivati Otc ("over the counter", ossia non scambiati su mercati regolamentati come le Borse, ndr) offerti a Comuni e Regioni sono strumenti non standardizzati ma creati su misura. Invece sono stati venduti come prodotti di massa».

Anche a parere di Gregorio De Felice, presidente dell'Aiaf, l'associazione italiana degli analisti finanziari, gli enti locali non sono esenti da responsabili-

tà: «Come la stessa Corte dei conti ha sottolineato, alcune amministrazioni, spinte da esigenze di cassa pressanti, hanno utilizzato in modo improprio lo strumento derivato per ricevere fondi da potere spendere nell'ambito del bilancio dell'ente. Tutto ciò ha comportato il trasferimento sulle amministrazioni future di molti rischi tipici dei mercati finanziari». Sia Nafop sia Aiaf, in occasione della recente audizione presso la VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato, hanno lanciato l'allarme derivati in pancia agli enti locali.

«È auspicabile», dichiara De Felice, «che venga fatta al più presto chiarezza sui dettagli dei contratti sottoscritti, in particolare per quanto riguarda le singole condizioni. Abbiamo suggerito alla Commissione di avviare una puntuale opera di censimento del portafoglio derivati in capo alle pubbliche amministrazioni. Sarebbe così possibile fornire dati complessivi certi sull'ammontare in essere e sul market-to-market a una certa data delle posizioni. Riteniamo poi urgente», aggiunge il presidente dell'Aiaf, «la creazione di una struttura tecnico-valutativa che sia in grado di gestire i dati dei contratti che saranno resi disponibili, per poterli analizzare singolarmente ed effettuare simu-



pubbliche, aziende e famiglie, se si ipotizzasse un'estinzione anticipata al 31 dicembre dei contratti. Tale cifra è ripartita in 1,93 miliardi di rosso in pancia agli enti locali, 19,7 miliardi che pesano sul bilancio delle società finanziarie, 6,92 su quello delle aziende industriali, 276 milioni che gravano sulle spalle delle famiglie italiane e 18,62 riconducibili al resto del mondo.

Il solo Comune di Milano, sui contratti derivati sottoscritti nel 2005 con Deutsche Bank, Depfa Bank, Jp Morgan e Ubs e collegati a un bond a scadenza trentennale di 1,68 miliardi, alla fine del 2008 accusava perdite potenziali nell'ordine di 250 milioni (scese a circa 230 a metà maggio), in parte controbilanciate dal guadagno pari a 160 milioni realizzato dallo strumento obbligazionario. A questi dati, fa notare una fonte vicina al Comune, si devono aggiungere i costi impliciti, ossia i circa 80 milioni che i quattro istituti finanziari si sarebbero intascati illegittimamente e che, se la procura milanese che ha aperto un'indagine sulla vicenda dovesse confermare questa linea, potrebbero tornare nelle casse di Palazzo Marino.

Quello milanese non è l'unico ente locale a essere caduto nella trappola dei derivati: anche a Torino, Firenze e Taranto le procure sono al lavoro per fare luce sui contratti finanziari sottoscritti dai rispettivi Comuni e/o Regioni, tutte indagini cui si sommano quelle non penali condotte dalla Corte dei conti, all'opera ad esempio a Napoli e quelle

■ Anche le amministrazioni ci hanno marciato un po'

Marco Ortica, esperto in finanza derivata per gli enti locali, non vede le amministrazioni locali solo come vittime delle banche "avide".





■ Utilizzo improprio di uno strumento difficile

Anche per Gregorio De Felice, presidente dell'Aiaf, l'associazione italiana degli analisti finanziari, gli enti locali non sono completamente esenti dalla responsabilità di aver maneggiato con poca conoscenza un prodotto così complesso.

divieto è che si tratti di soggetti in genere senza le competenze finanziarie adeguate per operare in questo campo.

Non tutti i prodotti strutturati sono da fuggire. Per esempio...

In effetti i derivati, a opinione dei più, non sono prodotti per tutti. «Prevalentemente», dice Ortica, «a operare nei derivati con continuità, e dunque con esperienza, sono le aziende, con l'obiettivo di copertura delle posizioni oppure per puro trading. Perché investire in derivati richiede conoscenze operative e competenze di altissimo livello». «Per investire in derivati», mette in guardia il presidente dell'Aiaf, «occorrono professionalità specialistiche e mezzi di informazione adeguati. I costi e la complessità di una corretta attività di valutazione non permettono infatti un utilizzo diretto dei derivati da parte del singolo risparmiatore. Diverso è il caso delle obbligazioni strutturate, ove però evidentemente l'intermediario finanziario richiede un prezzo per il servizio offerto».

Le obbligazioni strutturate, che secondo De Felice sono indicate anche per i piccoli risparmiatori, sono strumenti finanziari composti in parte da un bond tradizionale e in parte da una componente derivata collegata ad esempio all'andamento di un indice o di un'azione. Sono obbligazioni che rientrano, insieme con certificati di investimento, polizze assicurative e fondi a formula, nella grande famiglia dei prodotti strutturati, che, secondo il terzo Osservatorio derivati sul mercato italiano di Exane Derivatives, nel 2009 metterà a



■ Trasferire il rischio sui clienti

Gildas Hita de Nercy, direttore della ricerca di Exane Derivatives, distingue tra prodotti strutturati su asset tradizionali e prodotti di cartolarizzazione del credito.

laureazioni di scenari. L'obiettivo è verificare quanto il portafoglio derivati in capo agli enti territoriali possa risultare sensibile alle fluttuazioni dei mercati».

In ogni caso, nessuna delle due associazioni si dichiara necessariamente contro il ricorso agli strumenti derivati da parte di Comuni, Province e Regioni. «La nostra posizione», afferma De Felice, «è finalizzata a migliorare le condizioni di trasparenza e di adeguatezza nell'utilizzo di questi prodotti. L'attuale basso livello dei tassi di interesse rappresenta, infatti, un'occasione valida per mettere in atto operazioni di ristrutturazione finanziaria». «Ogni situazione», gli fa eco Ortica, «va studiata nella sua specificità, ma non siamo sfavorevoli all'impiego di finanza complessa se questa è assistita da professionisti realmente indipendenti e di consolidata esperienza». Tuttavia ci sono Paesi, come ad esempio il Regno Unito, dove alle amministrazioni pubbliche è precluso l'investimento in strumenti derivati. La logica alla base del

segno una crescita del 18% raggiungendo i 52 miliardi di volumi di vendita. Gildas Hita de Nercy, direttore della ricerca di Exane Derivatives, invita a distinguere i prodotti strutturati su asset tradizionali (azioni, valute, materie prime) dai prodotti di cartolarizzazione del credito, come ad esempio le asset backed security (Abs), che si collocano invece tra le micce che hanno innescato l'attuale crisi. «Mentre i prodotti cartolarizzati», sottolinea l'esperto di Exane Derivatives, «rispondono a una domanda delle banche, che trasferiscono il rischio di asset illiquidi sul mercato, gli strutturati su azioni rispondono all'esigenza degli investitori di ridurre il loro livello di rischio. I prodotti strutturati su asset tradizionali, che hanno conquistato gli investitori istituzionali e i fondi pensione, vedono aumentare la loro popolarità tra gli investitori retail poiché permettono di aumentare le possibili scelte nella gestione di portafoglio consentendo allo stesso tempo un controllo ottimale del rischio. L'attuale contesto di mercato porterà gli investitori italiani a scegliere sempre di più nel corso del 2009 prodotti strutturati semplici, che offrono maggiori garanzie sul capitale e con un orizzonte di investimento di breve termine».

“Sì alla finanza complessa, a patto di farsi assistere da indipendenti”