

E' GIUSTO CHE GLI ENTI TERRITORIALI IMPIEGHINO TITOLI DERIVATI?

di Andrea Gamba
18 settembre 2008

La recente indagine condotta dal Ministero dell'Economia ha rivelato che l'utilizzo di titoli derivati da parte di enti territoriali è estremamente rilevante e capillare. L'accesso ad alcune semplici forme contrattuali di derivati da parte degli enti territoriali a scopo di copertura del rischio di tasso è consentito per legge. Tuttavia, nell'opinione pubblica si sta facendo spazio l'idea di vietare l'uso di derivati da parte di enti territoriali seguendo l'esempio del Regno Unito e della Francia.

Tralasciando i casi di "abuso" dei titoli derivati, impiegati per una gestione attiva del rischio di tasso d'interesse oppure per generare liquidità, e i casi in cui la banca emittente lucra commissioni elevate sfruttando la complessità degli strumenti impiegati, si vogliono proporre alcune brevi riflessioni sulla compatibilità e l'opportunità dell'uso di titoli derivati (a scopo di copertura) con gli obiettivi di una comunità locale.

I titoli derivati sono stati creati essenzialmente con lo scopo di coprire specifici rischi, alla stregua delle polizze assicurative, ripartendoli nel mercato finanziario. Come per ogni altra operazione finanziaria, occorre valutarne la convenienza e l'analisi si basa sul confronto fra il prezzo del titolo stesso e il beneficio che esso apporta. La definizione del prezzo del contratto derivato è quindi un passaggio cruciale che è oggetto di una disciplina, la finanza matematica, particolarmente complessa e in generale lontana dalle competenze del tipico utente finale del derivato.

L'analisi di convenienza richiede di valutare il beneficio creato dall'utilizzo di un derivato. Come si può misurare tale beneficio per un ente pubblico? Questa domanda non sembra aver avuto risposte esaurienti finora. Vogliamo qui tentare un'analisi mediante l'analogia con la finanza aziendale ben consapevoli che gli obiettivi di un ente pubblico territoriale sono in generale diversi da quelli di un'impresa.

Se ad esempio un'impresa è esposta al rischio di tasso di interesse in relazione al suo debito, può trovare utile coprirsi da esso sottoscrivendo un derivato (per esempio, un interest rate swap). Dato che l'obiettivo delle decisioni aziendali è la massimizzazione del valore (finanziario) dell'impresa, la convenienza a coprirsi mediante il derivato è data dalla differenza tra l'incremento di valore (finanziario) che esso produce per l'azienda e il prezzo della copertura, pari al valore finanziariamente equo (fair price) maggiorato del costo di transazione che remunera l'emittente. Viceversa, se tale prezzo è superiore all'incremento di valore dovuto al contratto, è razionale fare a meno del derivato. Può accadere che un derivato, pur valutato in maniera equa, non sia di alcun beneficio per l'impresa, dato che questa ha anche altri strumenti per fare risk management. Alcuni studi empirici stimano in media del 3-5% l'incremento di valore dell'impresa dovuto all'utilizzo dei titoli derivati, con punte anche fino a circa il 15% quando l'impresa si trova in particolare difficoltà. Invece, in situazioni favorevoli il beneficio dei derivati sostanzialmente si annulla.

Quanto detto sopra si può applicare ad un ente territoriale? La differenza principale è che mentre nel caso dell'impresa il principio è la massimizzazione del valore finanziario, l'obiettivo della gestione dell'ente territoriale è invece il benessere dei cittadini presenti e futuri. Assumiamo (e non è poca cosa) che sia possibile determinare le preferenze della comunità quantificandone il benessere. Allora, procedendo come prima, la convenienza a sottoscrivere un derivato si ha se, al netto del prezzo, il benessere ne risulta incrementato. Questo è un criterio finanziario di valutazione. Non sono invece finanziari altri criteri che si riferiscono alla sola durata o al solo costo del contratto. In particolare, potrebbe essere del tutto conveniente, nel senso che incrementa il benessere dei cittadini, rinviare impegni finanziari o rendere variabile (piuttosto che fisso) il tasso cedolare sul debito.

Per quale motivo un ente territoriale dovrebbe coprirsi con derivati? Un'impresa utilizza i derivati in quanto gli azionisti vogliono in primo luogo scongiurare una crisi di liquidità. Per l'ente territoriale, una crisi di liquidità porterebbe all'impossibilità di erogare servizi (istruzione, viabilità, salute pubblica, etc.) ai suoi cittadini. Vista l'indisponibilità di altri strumenti tipici del risk management (come ad esempio, la costituzione di riserve a scopo precauzionale), i derivati sarebbero l'unica via praticabile. Se tuttavia il governo centrale si pone in termini di sussidiarietà, non saranno i soli cittadini dell'ente territoriale in crisi a pagare. Quindi, il nesso risulta meno stringente rispetto a quanto succede nel caso di crisi di liquidità di un'impresa, in cui è la proprietà a pagare i costi.

Per poter ragionevolmente assegnare un obiettivo di risk management (incluso il ricorso ai titoli derivati) all'ente territoriale, è fondamentale che il nesso fra responsabilità e autonomia finanziaria sia stretto e quindi nel caso italiano che un patto di stabilità rigido tra gli enti locali sia in vigore. Se invece la responsabilizzazione non c'è o è solo parziale, come accade adesso, è meglio escludere del tutto la possibilità di fare risk management da parte dell'ente territoriale visto che in tal caso prevarrebbero le degenerazioni già

ampiamente presenti nell'esperienza italiana, con l'utilizzo dei derivati per fare cassa a fronte di esborsi futuri assai elevati.