

# DERIVATI, analisi dei rischi-opportunità

di Alfredo Ballarini

**Resi tristemente famosi dalle cronache, questi strumenti possono essere di grande aiuto alle aziende se opportunamente usati**

**□ Gestire un'azienda** richiede oggi una maggiore abilità nella copertura dei rischi finanziari. E' quindi necessario conoscere bene quegli strumenti che costituiscono le polizze di assicurazione per far fronte a questi rischi: i derivati. Strumenti potenti e pericolosi al tempo stesso; come un binocolo riduce le distanze se utilizzato correttamente, ma le aumenta notevolmente se utilizzato a rovescio, così i derivati riducono i rischi se utilizzati in modo corretto ma li aumentano anche a dismisura se utilizzati in modo sbagliato.

Vi sono due modi per disporre di derivati con fini di copertura: acquistare contratti *standard* normalmente quotati alle borse valori, componendoli in modo da ottenere la protezione desiderata rispetto alla volatilità di un fattore finanziario cui è esposta l'azienda, oppure porre in essere un contratto specifico confezionato su misura, cosiddetto OTC, con un istituto finanziario, senza avere la certezza di valutazione in quanto prezzati da un'unica controparte proponente.

Il secondo metodo appare più facile perché tutti i calcoli vengono fatti dall'istituto, mentre l'azienda acquirente deve solamente apporre la propria firma. Ma proprio questa comodità aumenta la forza contrattuale della banca nei confronti del cliente, che spesso ignora le valutazioni, effettive oggetto del contratto e a volte subisce la degenerazione successiva di tali valutazioni nei casi di strutture non conformi alle vere necessità di copertura.

Tipici contratti OTC relativi alla copertura del rischio sui tassi di interesse sono ad esempio l' IRS o *Interest*

*Rate Swap* che consiste nel cambiare un tasso di interesse da variabile e fisso (o viceversa), che possiamo trovare sia nella versione base più semplice, sia in varianti più articolate come la "protetta" o la "accrual", sia in varianti speculative come il "double" swap, il "performance" swap o "l'extra" swap; l'altra tipologia di derivato è il *collar*, che consiste nel prefissare il tasso di interesse pagato se il tasso variabile oltrepassa certi limiti, al di sopra o al di sotto del riferimento iniziale, e anche qui possiamo avere varianti che aggiungono condizioni e parametri al funzionamento dello strumento.

In genere tali contratti sono costituiti da un semplice foglietto che riporta i dati di fondo dell'operazione, come l'importo di riferimento, le date di inizio e scadenza, alcune definizioni di termini e le clausole del tipo: "Banca paga" un certo tasso "Cliente Paga" un certo tasso, con



condizioni di variabilità legate al verificarsi di particolari eventi del tipo se un tasso aumenta oltre una certa soglia ecc.

Allegati a questo foglio ve ne sono almeno altri venti che racchiudono tutta la normativa contrattuale, tipicamente preparata dagli studi legali, per cautelare il proponente, più che l'acquirente, dai vari pericoli legati all'attivazione di un negozio di questo tipo.

La domanda è: "L'azienda acquirente, quella che intende coprirsi dai rischi, conosce davvero i dettagli di ciò che sta firmando?"

E' pertinente chiederselo perché difficilmente tra le tante righe dattilografate su quei fogli si trova la descrizione delle specifiche di valorizzazione e del rischio (vi sono dei parametri specifici atti a misurare il grado di rischio dei derivati) del negozio che si sta ponendo in essere.

Infatti secondo il tipo di copertura confezionata dalla banca, l'operazione commerciale che si conclude con la firma di quel contratto è rappresentabile con l'acquisto ed eventualmente la vendita di più contratti derivati, ad esempio Fra (*Forward Rate Agreements*) o più spesso opzioni (o come venivano chiamate nei vecchi testi di ragioneria: "premi").

I derivati più complessi sono poi costruiti sommando opzioni di vario tipo dalle "plain vanilla" classiche, così dette in quanto semplici come la vaniglia; alle "esotiche" più complesse e fantasiose nel loro funzionamento, che potremmo meglio definire col termine di "scommesse" nel senso più speculativo del termine. Chi sottoscrive un contratto derivato complesso deve essere conscio che ogni



derivato componente ha un prezzo (e un certo grado di rischio) e che tale prezzo, non scaturendo dalla quotazione di un mercato pubblico come la borsa valori, viene calcolato dalla banca sulla base di una serie di parametri non sempre percepibili dal contraente. Nulla di eccezionale, qualunque fornitore fissa il prezzo della merce che vende in funzione di congetture proprie. Ma se chi acquista un derivato complesso si trova ad essere acquirente e venditore, nello stesso istante, di una serie di derivati semplici, oltre ad avere una posizione di rischio probabilmente maggiore rispetto al caso in cui fosse solamente compratore, da ciò che vende gli spetta un ricavo, mentre da ciò che acquista si origina un costo.

Dunque possiamo avere, per un unico contratto di copertura, una miscela tra costi e ricavi che possono

anche annullarsi tra di loro e dare luogo ai cosiddetti "derivati a costo zero". O addirittura possiamo avere una prevalenza delle opzioni vendute su quelle acquistate ottenendo così un *upfront* (flusso di cassa di inizio contratto) positivo e quasi certamente una posizione di rischio maggiore.

Commercialmente siamo di fronte al sogno di tutti i venditori: poter guadagnare con un prodotto che "non costa nulla", come prezzo iniziale, o addirittura che ha un prezzo iniziale negativo, cioè che porta un introito all'acquirente! E' comprensibile che abbiano trovato terreno fertile per una rapida diffusione.

Ma in tutto questo ci sono due problemi:

- chi vende opzioni diventa assicuratore rispetto a chi quelle opzioni ha comprato, quindi si assume dei rischi che, se non sono ben controllati e delimita-

ti, possono produrre perdite ingenti; – non si può essere contenti solo per il fatto che non si paga un prezzo iniziale, se non si conosce il vero valore di ciascun termine (positivo e negativo) della somma algebrica dei costi e dei ricavi dei derivati scambiati: potrebbe essere che anziché non pagare nulla, il cliente avrebbe dovuto incassare una cifra originata



dal maggior valore delle opzioni vendute rispetto a quelle acquistate!

Da queste due affermazioni si capisce che è molto importante conoscere bene i parametri di calcolo dei singoli strumenti componenti il derivato complesso rappresentato dal semplice foglietto firmato dall'azienda cliente, sia perché deve essere pesato il loro grado di rischio (non si può coprire un rischio con strumenti che apportano un rischio maggiore), sia perché ciascuna componente deve essere misurata nel suo valore al fine di capire il vero costo iniziale.

Se si fosse in grado di analizzare, nelle sue singole componenti, un contratto complesso stipulato per la copertura dei rischi, si sarebbe anche in grado di mettere in concorrenza più istituti bancari sullo stesso pro-

dotto, potendo richiedere offerte omogenee tra di loro.

Un contratto derivato a “costo zero” potrebbe essere formato, ad esempio, dall'acquisto di opzioni che valgono 100 e dalla vendita di altre opzioni che valgono sempre 100. Ma potrebbe anche essere formato dall'acquisto di opzioni che valgono 100 e dalla vendita del medesimo numero di opzioni, che valgono 110, dove i 10 di queste ultime vengono tratti dal venditore come commissione per l'operazione. Nulla di male, se l'azienda acquirente è conscia di questo fatto e decide dopo aver ricevuto più offerte simili da diversi istituti.

Ecco dunque che il legislatore dovrebbe fissare delle regole che impediscano alle aziende di diventare assicuratori anziché assicurati (cioè di vendere opzioni oltre un certo limite) se non hanno i requisiti patrimoniali per un'attività di questo tipo. E dovrebbe contemporaneamente fissare una normativa atta a rendere più trasparente la stipula di un contratto derivato complesso, obbligando il venditore alla specifica dei dettagli sul valore ed i rischi di ogni componente, così come nei farmaci è obbligatorio indicarne composizione e posologia per permetterne un utilizzo ottimale.

*alfredo@ballarini.info*

