

21° VENTUNESIMO ARGOMENTO

OPERAZIONI - I DERIVATI: COVERED WARRANT/ OPZIONI/ FUTURES/ SWAPS/

ALCUNE DEFINIZIONI

DERIVATI

I "derivati" sono prodotti finanziari derivati da quelli fondamentali. Tipici i contratti a termine (nei quali è differita la data di esecuzione) e le opzioni. Sono nati per motivi di "copertura" e di protezione per operazioni in merci, in titoli e in cambi (Si imposta una operazione uguale per entità ma contraria per segno in termini di acquisto/vendita). Negli ultimi anni sono balzati all'attenzione degli speculatori per via dell'alto rischio apportatore di veloci e consistenti arricchimenti o tracolli finanziari; in quest'ottica, possono essere considerati come una scommessa (dal cui fascino il mondo anglosassone non sa sottrarsi) sul rendimento e sulla valutazione futura dei titoli di riferimento.

OPZIONI:

Come i "futures" sono contratti standardizzati. L'acquirente, dietro pagamento di un premio, acquisisce la facoltà di acquistare o vendere ad un certo prezzo e ad una certa data, una precisata attività finanziaria.

FUTURES:

Contratto (a termine) di compravendita di merci o titoli, che definisce la data futura di consegna dell'oggetto trattato, cioè il momento di esecuzione del contratto. Ci si può proteggere dalle oscillazioni effettuando operazioni di segno contrario.

La dipendenza degli anglosassoni da ogni tipo e forma di scommessa, ha condotto i contratti futures ad assumere un andamento fortemente ed esclusivamente speculativo, ridotti ormai a semplici ma rischiosissime scommesse giornalieri sull'andamento di particolari indici di mercato, canalizzate da un allibratore che si definisce Camera di compensazione.

Gli unici titoli italiani oggetto di contratti Futures sono i BTP decennali. Il mercato più importante è quello londinese, il LIFFE, dove per i BTP gli scambi medi sono dell'ordine di 7.000 miliardi giornalieri. In Italia sono trattati al MIF.

Gli strumenti derivati

Gli strumenti "derivati" sono strumenti finanziari la cui caratteristica distintiva è che il loro valore non è intrinseco, ma dipende da altre variabili esterne allo strumento, definite attività sottostanti, da qui la loro natura derivata. Le variabili sottostanti i titoli derivati possono essere molteplici e di vario genere, infatti il valore di un derivato può dipendere:

da un altro titolo (ad es., un'azione o un'obbligazione);

dall'andamento di una valuta o di un paniere di valute;

dall'evoluzione di un di un particolare Tasso di Interesse o di un Indice di riferimento di qualunque tipologia (azionario, obbligazionario, su tassi o su valute);

dal valore di una merce, ad esempio, esistono derivati sul grano, sul mais, sullo zucchero, sul petrolio e sull'oro;

esistono anche derivati la cui variabile sottostante è un altro derivato.

Per quanto concerne la loro contrattazione, i contratti derivati vengono negoziati sia in Borsa, che nei mercati cosiddetti Over The Counter (OTC), ovvero fuori dai mercati regolamentati.

Gli strumenti derivati vengono utilizzati per effettuare tre tipologie di operazioni finanziarie, qui di seguito brevemente richiamate.

Operazioni di copertura

I prezzi delle merci, delle valute, delle attività finanziarie e dei tassi d'interesse possono variare considerevolmente in modo più o meno imprevedibile. Questi accadimenti possono ridurre il rendimento atteso di un investimento, fino all'estrema conseguenza di generare una perdita.

Per questo motivo alcuni operatori, che si trovano a dover fronteggiare il rischio legato al prezzo di un'attività, possono sentire il bisogno di prendere delle precauzioni per diminuire il grado di incertezza ed i derivati possono essere degli utili strumenti per mettersi al riparo da tali rischi.

Attività speculativa

Gli speculatori scommettono sulle variazioni dei prezzi delle merci, delle valute, dei tassi d'interesse e di altre attività finanziarie allo scopo di ricavarne un profitto. La tecnica è quella di acquistare ad un prezzo per rivendere ad un prezzo più elevato. Difficilmente si può sapere ora quali saranno i livelli dei prezzi in futuro, per questo motivo la tecnica messa in atto dagli speculatori è rischiosa. Chi specula, infatti, si espone volontariamente ad un rischio per cui se le sue previsioni si riveleranno esatte, otterrà un profitto, al contrario subirà una perdita. Gli strumenti derivati offrono agli speculatori un elevato grado di leva finanziaria, ovvero il guadagno e la perdita potenziali sono molto grandi. Le operazioni finanziarie di natura speculativa, tuttavia, non sono consentite statutariamente per la stragrande maggioranza delle aziende operanti in Italia.

Arbitraggi con i derivati

Acquisto e vendita della stessa attività su due diversi mercati, con l'obiettivo di conseguire un profitto garantito da discrepanze tra i due prezzi. Negli attuali mercati finanziari globalizzati, e dov'è possibile operare a distanza ed in tempo reale, è sempre meno possibile effettuare operazioni di tipo arbitraggistiche.

Qualunque sia il motivo che possa spingere verso un'operazione in derivati, essa resta ad elevato rischio di perdita, causa l'imprevedibilità e volatilità che contraddistinguono il sottostante. Proprio per l'eccesso di rischio intrinseco in questi strumenti, il Testo Unico della Finanza (dlg. n. 58/98) detta una serie di stringenti limiti ed artificiosi adempimenti ai quali l'intermediario finanziario deve attenersi quando il cliente opera in strumenti finanziari per evitare la sanzione (nullità dei contratti sottoscritti). Purtroppo, nella recente prassi bancaria, molti Istituti di Credito hanno "aggirato" le prescrizioni del T.U.F. servendosi dell'art. 31 del Regolamento attuativo Consob (delibera n. 11522/1998). Il citato articolo, infatti, esonera le Banche da tutti gli adempimenti sopra menzionati se il soggetto che opera in strumenti derivati si dichiara "operatori qualificati", cioè esperti conoscitori di derivati. Il risultato è stato che centinaia di aziende in tutta Italia sono state indotte a sottoscrivere tale certificazione senza aver mai capito cosa fosse realmente uno strumento derivato, con tutte le logiche conseguenze finanziarie disastrose.

Gli Interest Rate Swap

L'oggetto di alcuni dei più recenti contenziosi in materia di rapporti banche-imprese sono alcune discutibili operazioni di SWAP (letteralmente, scambio), una particolare tipologia di contratti appartenenti alla più vasta categoria degli "strumenti derivati". Le tipologie di Swap maggiormente diffuse sono due: gli Interest Rate Swap (letteralmente, Scambio di Tassi d'Interesse) ed i Currency Swap (letteralmente, Scambio di Valute). In questa sede si illustra solo la prima tipologia di Swap, di gran lunga più diffusa nella compagine italiana.

Negli Interest Rate Swap le controparti si impegnano a scambiarsi reciprocamente, alle scadenze e con le modalità sottoscritte nel contratto di Swap, gli interessi calcolati su un capitale nozionale (mai scambiato) ed a un tasso d'interesse differente per ciascuna controparte. Tipicamente, infatti, una controparte si impegna a versare interessi calcolati ad un tasso fisso, mentre l'altra controparte pagherà interessi in base ad un tasso variabile, di qui lo "Swap" (scambio).

Questo tipo di operazioni nascono per rispondere alle esigenze, di segno opposto per le due controparti, di fronteggiare le fluttuazioni che subiscono nel tempo i tassi (sia di interesse o di cambio) oggetto delle descritte operazioni. Infatti, chi si impegna a pagare interessi fissi è tipicamente già indebitato ad un tasso variabile e vuole tutelarsi dal rischio di rialzo dei tassi d'interesse che gli comporterebbe eccessivi oneri passivi. Dall'altra parte, la controparte che nell'operazione di Interest Rate Swap si impegna a pagare interessi variabili spera di trarre vantaggio dalle fluttuazioni dei

tassi d'interesse, sperando spesso in un ribasso dell'indice di riferimento.

L'operazione di Interest Rate Swap appena descritta è quella che tipicamente viene definita di "copertura" (o "assicurazione"), poiché costruita solo dopo un'attenta analisi della situazione finanziaria delle controparti e delle loro rispettive esigenze. Ci possono anche essere altre motivazioni che possono spingere un operatore a sottoscrivere un contratto di Interest Rate Swap, come ragioni speculative, ma è da escludere che questo tipo di operazioni possano interessare aziende che non hanno come scopo societario la speculazione finanziaria.

E' inoltre da menzionare il ruolo assunto dall'intermediario finanziario (es. banca) negli Interest Rate Swap. La banca può fungere da mero intermediario tra le controparti, oppure può decidere di assumere posizioni in proprio e porsi come controparte diretta nell'operazione.

Quello che è accaduto in Italia negli ultimi anni è un utilizzo inadeguato di questo complesso strumento nato, con scopi ben diversi, da un'intuizione della mente di Modigliani, già premio Nobel per l'economia. Il sistema bancario italiano ha infatti formalmente utilizzato gli Interest Rate Swap per il loro scopo "istituzionale", ovvero quello di "copertura" o "assicurazione" contro il rialzo dei tassi di interesse, ma ben consci che detto rialzo non si sarebbe mai verificato.

Tutte le possibili prospettive sui tassi d'interesse a cavallo dei due millenni, infatti, lasciavano prevedere un loro ribasso, configurandosi così un raro scenario dove chi avesse "scommesso" su tale ribasso avrebbe quasi certamente conseguito un profitto. Ebbene il profitto c'è stato, quello delle Banche a discapito di tutte le aziende che, ignare di quanto stava loro accadendo, hanno nuovamente visto tradita la fiducia che riponevano nelle rispettive Banche.

I Covered Warrant

I covered warrants (o CW) sono dei titoli liberamente negoziabili in Borsa, rappresentativi di opzioni.

Come in tutte le opzioni, il compratore di CW acquisisce la facoltà, ma non l'obbligo, di acquistare (warrant call) o di vendere (warrant put) una determinata attività finanziaria sottostante, ad un prezzo (strike price) e ad una scadenza prefissati.

A fronte di questo diritto, il compratore del warrant paga un certo controvalore, detto premio.

Entro la data di scadenza l'investitore, in caso di CW di tipo "americano", può esercitare il diritto conferitogli dal CW, incassando un controvalore pari alla differenza, se positiva, tra il prezzo di mercato dell'attività sottostante e lo "strike price". Alternativamente, sia in caso di warrant "americano" che di warrant "europeo", l'investitore può vendere il CW in Borsa (come un normale titolo azionario) per monetizzare l'eventuale profitto oppure portare il titolo a scadenza.

Gli elementi principali che caratterizzano e contraddistinguono un CW sono qui di seguito elencati.

Emittente: è la banca o l'ente che emette i CW e che rappresenta il riferimento principale per l'investitore. L'emittente svolge, infatti, anche il ruolo di market maker, ovvero rende possibile la negoziabilità assicurando sempre i prezzi di acquisto e di vendita dei propri warrants.

Sottostante: è l'attività finanziaria o reale a cui si riferisce il CW: azioni, indici, valute, materie prime e qualsiasi altra attività della quale sia possibile stabilire un prezzo ufficiale.

Prezzo di esercizio (o strike price): è il prezzo al quale il risparmiatore può esercitare il suo diritto, ovvero comprare oppure vendere l'attività sottostante entro una determinata scadenza, ed è definito dall'emittente nel suo prospetto informativo.

Multiplo o moltiplicatore: ad ogni warrant è associato un multiplo, cioè la quantità di sottostante sulla quale l'investitore vanta un diritto. Se ad esempio il multiplo è pari ad uno, il CW controllerà un'azione.

Scadenza: la data di scadenza è il termine ultimo entro il quale l'investitore può eventualmente esercitare il proprio diritto oppure rivendere il warrant precedentemente acquistato.

Tipologia: il warrant può essere di tipo europeo o americano.

Le due componenti fondamentali nella determinazione del valore di un warrant sono il valore intrinseco, che è determinato dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'attività considerata ed il suo strike price ed il valore temporale, che rappresenta la differenza tra premio e valore intrinseco.

La variabile-chiave nella definizione del prezzo dei CW è la volatilità. Si distinguono due tipi di volatilità: storica e implicita.

La volatilità storica indica quanto potrà variare l'attività finanziaria considerata ed è determinabile attraverso l'osservazione statistica dei prezzi storici. Non c'è alcuna certezza, tuttavia, che la volatilità passata sia valida per il futuro.

La volatilità implicita riflette invece la previsione del mercato, in un dato momento, sul potenziale di variazione dei prezzi del sottostante. Dando in tempo reale i prezzi degli strumenti derivati, sono i market maker stessi ad indicare, implicitamente, il livello atteso di fluttuazione. Si parla di volatilità implicita proprio perché può essere calcolata a ritroso partendo dal prezzo: è implicita nelle quotazioni, al contrario della volatilità storica che è calcolata ex-post. La volatilità implicita non dà alcuna indicazione sulla direzione dei prezzi di mercato ma esprime solo una potenziale ampiezza di oscillazione degli stessi, rimanendo una variabile stimata dagli operatori in modo discrezionale e non un dato certo. Ex-post infatti, le differenze tra i due tipi di volatilità possono essere anche notevoli, proprio perché la percezione del mercato e dei market maker sulle possibilità di oscillazione dei prezzi può essere errata.

Il mercato denominato Mcw (Mercato telematico covered warrant), dedicato alla negoziazione di questo tipo di strumenti derivati, è nato il 24 luglio 2000 ed è gestito da Borsa Italiana S.p.A. Il suo regolamento è entrato in vigore il 2 aprile 2001 e prevede, tra le altre disposizioni, che il Market Maker non possa non esporre prezzi

denaro (o bid) e prezzi lettera (o ask) per un periodo di tempo superiore ai 10 minuti. Il Market Maker, inoltre, deve comunicare tempestivamente alla Borsa Italiana S.p.A. problemi che impediscano il ripristino delle quotazioni oltre il termine dei suddetti 10 minuti.

Purtroppo, nella prassi operativa, è noto agli operatori come la citata regola non sempre sia rispettata dagli emittenti i quali a volte, proprio in concomitanza di momenti "critici" o particolarmente incerti di mercato, si "assentano" dai book delle quotazioni per poi "riposizionarsi" con prezzi del tutto deteriorati (molto differenti o con spread denaro-lettera molto più ampi), quasi esclusivamente a svantaggio degli investitori.

Questo significa che proprio quando l'aleatorietà del mercato è assai elevata, e dunque l'investitore potrebbe effettivamente trarre utilità dall'aver sottoscritto uno strumento derivato come il CW, il market maker, ignorando il loro obbligo di mantenere liquido il mercato, spesso decide di assentarsi quasi "strategicamente" dalle contrattazioni evitando, di fatto, che gli investitori riescano a negoziare sul mercato i loro titoli.

Se ci si interroga sulle cause della rapida diffusione che ha interessato i CW negli ultimi anni si trova una risposta nel cosiddetto effetto leva, con il conseguente elevato potenziale di profittabilità, congiuntamente alla facilità di accesso ai mercati, e dunque nella possibilità offerta al risparmiatore di utilizzare un derivato senza disporre di grandi capitali.

Si parla di effetto leva perché, a parità di prezzo, acquistando una certa quantità di covered warrant, è possibile ottenere il "controllo" di una quantità di sottostante maggiore di quella che si otterrebbe acquistando il sottostante direttamente sul mercato. In pratica, un risparmiatore che spende una determinata per acquistare un numero x di azioni, può con la stessa quantità di denaro controllare un numero maggiore di azioni per un covered warrant.