



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Exit Strategy

(Prima parte) Da qualche tempo questa espressione compare spesso sui *media*, in riferimento alla recente grave crisi economica e finanziaria, per certi versi ancora in corso. Il termine, che significa letteralmente "strategia di uscita", è in realtà mutuato dal linguaggio strategico-militare e da quello, di più recente applicazione, del *business* aziendale. La prima accezione si riferisce ad una situazione tale per cui, a causa di evoluzioni diverse da quelle attese, di mutati rapporti di forza, di difficoltà impreviste che si sono incontrate sul terreno, oppure per il venir meno di motivazioni politiche od operative, ci si intende disimpegnare da uno scenario divenuto difficile, senza creare troppa destabilizzazione e soprattutto "salvando la faccia" agli occhi dell'opinione pubblica. La seconda accezione riguarda invece chi, avendo investito direttamente o indirettamente in un'attività aziendale, non vede la realizzazione dei propri obiettivi, non ottiene i risultati sperati ed anzi incontra delle perdite, per cui vuole limitare i danni, ritirandosi dall'affare o dall'investimento conseguendo il risultato migliore possibile, date le circostanze ed i problemi emersi. Per tali situazioni aziendali oggi esistono specialisti nello studio e nell'implementazione di *exit strategies*, in casi ad esempio di fusioni, acquisizioni, ricerca di vie di finanziamento alternative, e via dicendo.

Ma il significato che oggi si attribuisce comunemente a questo termine è ancora diverso, e si riferisce alla progressiva riduzione, fino al loro azzeramento, di quegli interventi che governi e banche centrali hanno messo in campo a seguito della crisi che ha avuto per detonatore l'"affaire *subprime*" in ambito ipotecario, ma che in effetti si è presto allargata a tutto il settore del credito, che era cresciuto troppo a causa dell'eccesso di indebitamento, di *leverage* smodato, per la creazione di strumenti legati al credito senza coperture e sottostanti adeguati, divenuti presto illiquidi e senza valore, e che aveva quindi condotto a situazioni di illiquidità per molte istituzioni finanziarie, paralizzando e gettando sull'orlo del baratro l'intero sistema finanziario, e generando poi conseguenze pesanti sulla congiuntura economica.

Governi e banche centrali sono allora intervenuti ed, esauriti gli strumenti e le manovre ordinarie a loro disposizione, sono ricorsi a tutta una serie di misure straordinarie e non convenzionali, di cui ci siamo già occupati in articoli precedenti. (*continua*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Exit Strategy

(Seconda parte) Governi e banche centrali hanno dunque attuato un'ampia serie di iniziative ordinarie e "non convenzionali", volte da un lato a sostenere il ciclo economico nella sua fase recessiva e ad aiutare istituzioni finanziarie in difficoltà, fornendo liquidità attraverso l'acquisto di titoli di varia natura, inclusi quelli "tossici", difficilmente negoziabili dall'incerto valore, e stampando cartamoneta *sic et simpliciter* attraverso le cosiddette "manovre quantitative". Tutti temi da noi trattati, seppur fuggevolmente. Ora, ancorché la crisi non sia superata, né in termini finanziari né in termini puramente economici, si valutano tuttavia strategie di *exit strategy*, volte a diminuire gradualmente tali sostegni affinché i sistemi finanziari ed economici possano infine muoversi in modo fisiologico e "con le proprie gambe". Vanno però fatte alcune annotazioni. Anzitutto una crisi nata fundamentalmente dal debito è stata curata con la creazione di altro debito, e ciò ha portato allo spostamento del problema dai comparti prevalentemente privati a quelli pubblici (cioè ai bilanci statali, gravando su deficit e debito), portando dunque con sé i semi di una nuove crisi finanziarie di cui già si avvertono i prologhi. Quindi parlando di *exit strategy*, la questione di fondo può essere data dal quesito: uscire da dove per andare dove? L'azione di sostegno ha tenuto in piedi molte società decotte, le cosiddette "*zombie companies*", ha congelato masse enormi di titoli non negoziabili (*bad assets* o *toxic assets*), ha portato all'inserimento della mano pubblica in molte aziende, fino a vere e proprie nazionalizzazioni. È dunque cambiato radicalmente lo scenario ed ogni *exit strategy* dovrà considerare il percorso verso un altro scenario che probabilmente non sarà uguale a quello precedente, essendo ciò impossibile. Dunque, sistemazione dei *bad assets* (e si apre il problema di come valutarli e di cosa farne, rimmetterli sul mercato affidandosi a nuovi ritrovati dell'ingegneria finanziaria, od altre soluzioni?); mantenere le partecipazioni pubbliche e le nazionalizzazioni oppure no?; indurre fusioni ed acquisizioni fra istituzioni finanziarie per renderle in grado di sopravvivere e prosperare (ed il caso può riguardare da vicino anche noi)...Va da sé che tutti questi processi hanno rilevanza enorme anche per l'economia reale, l'occupazione, la propensione ai consumi ed agli investimenti delle famiglie,...Dunque, questa semplice espressione, usata ed abusata dai media e dai politici, racchiude in realtà una serie di problematiche alquanto complesse, di cui ci occuperemo ancora. (*continua*) – GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Exit Strategy

(Terza parte) Dopo aver fornito abbondante liquidità alle banche ed al sistema finanziario in generale, anche acquistando titoli problematici e perfino "tossici", cioè non negoziabili e dall'incerto valore, da un gran numero di istituzioni, superiore a quello con cui una banca centrale normalmente opera, giunge il momento di pensare ad una qualche "exit strategy", ad una serie di manovre contrarie di disimpegno e di ritorno a situazioni di normalità. Si è detto nel precedente articolo come sia importante determinare il "dopo", cioè la via verso cui la strategia di disimpegno è orientata, al fine di favorire il ritorno ad un ordine finanziario efficiente e ad una ripresa economica sostenibile. A parte considerazioni ideologiche, etiche e politiche, che esulano dalla portata e dallo scopo della nostra analisi, possiamo solo ricordare alcuni punti di carattere più tecnico, e più vicini al nostro mondo della gestione patrimoniale. Il primo punto concerne il superamento di quella fase iniziale che potremmo definire "dell'emergenza": si è trattato, od ancora si tratta purtroppo in alcuni casi, di assicurare in vari modi la protezione dei depositi, e in minor misura, degli investimenti finanziari dei privati, fornendo liquidità alle istituzioni del settore e rimuovendo dai loro bilanci gli averi "tossici" o comunque problematici, attraverso le manovre più disparate, tradizionali e non convenzionali, di cui abbiamo già detto. Ricordiamo come tali "titoli in sofferenza", per usare un'espressione datata ma efficace, siano passati al momento dai bilanci privati e quelli pubblici, gravando quindi sullo stato delle finanze pubbliche di molti paesi. Superata l'emergenza si pone tuttavia il problema, forse ancora più complesso, sul cosa fare di tali *bad assets* e di come ricapitalizzare le istituzioni finanziarie che sono passate attraverso la "tempesta perfetta" del secolo. Che fine potrebbero fare questi *bad assets*? Naturalmente dovrebbero gradualmente ritornare dal settore pubblico alle istituzioni finanziarie private, per essere rimessi sul mercato e gradualmente riassorbiti, attraverso ad esempio fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi di investimento, *sovereign wealth funds*... Altrettanto naturalmente, perché ciò sia possibile essi debbono ritrovare una valutazione realistica e trasparente, che consenta una buona negoziabilità, quanto meno graduale e protratta sul medio termine. La valutazione dei titoli tossici in fase di *exit strategy* può tuttavia incontrare alcune difficoltà, alla luce di quanto detto sopra, e di ciò parleremo nel prossimo articolo. (continua) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Exit Strategy

(Quarta parte) All'interno di una strategia di *exit strategy*, la "restituzione" dei titoli tossici da parte del sistema pubblico o delle banche centrali, che se li era accollati nei momenti acuti della crisi, fornendo contestualmente liquidità al sistema bancario e finanziario, rappresenta un fattore cruciale. Si sono citate nello scorso articolo le istituzioni che possono essere destinatarie di tali "rientri", ma si è notato come la procedura sia destinata inevitabilmente a rivelarsi complessa e come in particolare la valutazione di tali *bad assets* risulti problematica, essendo stati tolti dal mercato e non essendo quindi soggette da tempo alle leggi di un mercato aperto con flussi di domanda e di offerta. La scarsa trasparenza e visibilità riguarda soprattutto i prodotti finanziari più elaborati, come gli strutturati con sottostanti incerti, ad esempio legati a crediti, minati da elementi di insolvenza. Le soluzioni possono essere varie, prevedere strutture miste pubbliche-private o *pools* totalmente privati che generino un mercato, favorendo eventualmente fusioni fra istituzioni così da rendere il circuito più solido e meglio in grado di svolgere la sua funzione. Questi titoli andrebbero acquisiti e tenuti a medio-lungo termine, favorendone l'assorbimento e la quotazione progressiva. Quelli più problematici e tossici, non più negoziabili, dovrebbero essere annullati, consolidando la perdita *sic et simpliciter*.

Ovviamente tutta l'operazione richiede molta liquidità e qui si pone la seconda questione, cioè quella della ricapitalizzazione del sistema bancario, con il ricorso al mercato o la continuazione del sostegno pubblico "*pre exit*", od ancora con soluzioni miste. La ricapitalizzazione del sistema bancario è un elemento rilevante non solo per avere equilibri finanziari duraturi delle istituzioni, ma anche e soprattutto per gli effetti sull'economia reale, in quanto una capitalizzazione non adeguata limiterebbe ancora la concessione di credito alle imprese ed alle famiglie, impedendo o limitando la ripresa produttiva e gli investimenti, in una fase in cui la disoccupazione è destinata ad aumentare o comunque a mantenersi elevata. Il risanamento finanziario e la sistemazione dei *bad assets* hanno conseguenze anche su di un'altra categoria di istituzioni direttamente collegate all'economia reale, vale a dire i fondi pensione, da cui dipende il futuro di gran parte delle famiglie. E tutto ciò dovrebbe poi avvenire entro un nuovo quadro normativo destinato ad un migliore monitoraggio del rischio, ad una limitazione del *leverage* attuato da tutti gli operatori finanziari e ad una maggiore oculatezza di gestione. (*fine*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
