



## **QUANDO SI PARLA DI...**

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

### **Default**

(Prima parte) La ristrutturazione di un debito, di cui ci siamo occupati negli scorsi articoli, è a tutti gli effetti un caso di *default*, cioè di insolvenza, un venir meno a degli obblighi contrattuali fissati con una parte creditrice, e nella maggior parte dei casi consiste nel non ripagare un debito. Ma, pur avendo considerato la ristrutturazione, vale la pena di tornare sul concetto di *default* in senso più ampio, poiché esso mostra altri aspetti interessanti e si presta ad altre considerazioni. Anzitutto un debitore può non pagare il dovuto a tempo debito sia perché non può, in virtù della sua situazione finanziaria, sia perché non vuole, pur avendone la possibilità, caso questo che si presenta molto più raramente nella realtà dei mercati finanziari, così come il caso di *default* "strategico", in cui il mancato pagamento risponde a ben precise finalità di natura legale, politica o commerciale. *Default* equivale ad insolvenza, nel caso di emittenti di titoli per lo più obbligazionari, pubblici e privati, senza trascurare per questo altre tipologie di titoli, come quelli ipotecari, la carta commerciale di breve termine e gli strumenti ad essi assimilati. Ed il concetto di *default*-insolvenza non va poi confuso con quello di bancarotta-fallimento, che ha più un valore legale, nel senso che presuppone una sorta di supervisione e tutela giudiziaria nei confronti di chi si sia venuto a trovare in una situazione di insolvenza.

Nel mercato finanziario i casi tipici di *default* riguardano il mancato pagamento degli interessi periodici, sotto forma di cedola, oppure il mancato rimborso del capitale a scadenza, ed in questo caso assumono particolare importanza le condizioni del debito stesso così come fissate nel prospetto di emissione. Va così considerata la classe del debito, se ad esempio primaria o subordinata, la recuperabilità della cedola in tempi successivi, la presenza di collaterale specifico (averi societari che garantiscono il debito oppure no), oltre ovviamente alla garanzia sul debito stesso da parte di altre istituzioni, private o pubbliche. Ricordiamo che una valutazione del rischio di *default* da parte dell'investitore può essere data dal *rating* dell'emittente, con tutte le cautele ed i limiti del caso, e soprattutto dal livello dei relativi CDS, *credit default swaps*, cioè i premi di assicurazione virtuali che l'investitore pagherebbe per assicurarsi la puntuale restituzione del capitale a scadenza. Se il *default* di un emittente privato (azienda) finisce poi col rientrare il più delle volte in una procedura concorsuale ordinaria (fallimento, amministrazione controllata, o simili, a seconda dei paesi e delle giurisdizioni), nel caso del debito pubblico di un governo, non esiste procedura fallimentare e quindi le conseguenze legali e pratiche finiscono per l'emittente pubblico con l'essere tutto sommato più lievi. Questo è un aspetto interessante, che esamineremo in maggior dettaglio 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

### **Default**

(Seconda parte) I governi nazionali, e le "agenzie" pubbliche ad essi direttamente collegate (e spesso da essi stessi "garantite"), non sono per definizione soggetti al fallimento, per cui, qualora emettano prestiti che non vengano ripagati nei termini stabiliti, cioè per i quali si crei una situazione di insolvenza nel rimborso del capitale o nel versamento degli interessi, gli investitori non hanno accesso a quelle procedure legali che normalmente consentono di intraprendere azioni nei confronti del debitore insolvente, e che possono giungere ad una vera e propria procedura di fallimento od altra similare, a seconda delle diverse giurisdizioni. Sul piano puramente legale, quindi, si può dire che paradossalmente, le conseguenze di un *default* sono per uno stato più blande che per un'istituzione privata, normalmente una società. E ciò, purtroppo anche nei casi in cui lo stato sia in realtà in grado di ripagare, ma decida di avviare un *default* "strategico", o di intraprendere un processo di ristrutturazione lungo e macchinoso, soggetto a rinvii e modifica delle condizioni, come abbiamo osservato negli scorsi articoli a proposito del caso argentino, non del tutto definito ancora oggi dopo tanti anni. Fra gli altri casi "storici" di *default* governativo, o "sovrano", come si suol dire, ricordiamo quello parziale del debito internazionale della Corea del Nord nel 1987 e quello del debito "domestico" russo nel 1998, che tuttavia non interessò le emissioni destinate al mercato internazionale, regolarmente soddisfatte, fino al caso argentino iniziato nel 2002. Se per uno stato insolvente mancano di fatto conseguenze di natura prettamente giudiziaria, le conseguenze più rilevanti sono invece quelle di immagine e soprattutto di accesso ai mercati finanziari internazionali. *Default* bello e buono, o ristrutturazione, sono processi i cui effetti dannosi si rivelano però sovente inferiori a quanto il pubblico sia portato a pensare, come indicano varie ricerche, e si esauriscono nell'arco di pochi anni. Ad ammortizzare gli effetti negativi di uno stato di insolvenza interviene spesso una concomitante svalutazione monetaria del paese debitore, cioè un deprezzamento del cambio estero, che diminuisce il valore reale del debito, avvantaggia il debitore, danneggia il creditore, e fornisce nel contempo allo stato vantaggi di ordine commerciale. Ciò naturalmente quando il paese abbia un regime di cambi flessibili e non sia vincolato all'interno di un sistema rigido, come quello dell'area euro europea. Ovviamente il beneficio fornito dalla svalutazione monetaria, che peraltro genera inflazione interna e tende ad accrescere il livello dell'inflazione importata, è controbilanciato da altri elementi di costo. Una valutazione globale del costo di un *default* governativo sarà oggetto del nostro 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

### **Default**

(Terza parte) Come visto nello scorso articolo, il *default*, cioè l'insolvenza nel rimborso di un prestito alla scadenza definita o nel pagamento di una cedola periodica, da parte di un governo, ha conseguenze tutto sommato più blande rispetto ad una situazione analoga in cui venga a trovarsi un emittente privato, cioè un'azienda. Questo soprattutto da un punto di vista squisitamente giuridico, in quanto l'emittente pubblico, che non è soggetto a fallimento, è dunque esente dalle relative procedure, con tutte le conseguenze del caso, in particolare per quanto concerne la protezione dei creditori. Le "punizioni" nei confronti del governo inadempiente sono dunque inferiori, e concernono semmai un inevitabile danno di immagine e l'accessibilità ai mercati finanziari internazionali in vista di possibili nuove richieste di capitali. Queste conseguenze possono spesso durare nel tempo molto meno di quanto si sia portati a pensare, soltanto pochi anni mediamente, essendo compensate per di più da una probabile svalutazione monetaria che favorisce l'*export* ad alleggerisce il costo finanziario del debito estero in *default*, al quale faccia seguito un piano di ristrutturazione (vedi articoli precedenti). Le ricerche condotte su base storica indicano come un caso di *default* comporti normalmente per la nazione inadempiente una conseguenza finanziaria immediata, pari ad un aumento del costo del servizio del debito, cioè dello *spread*, del maggior interesse che tale emittente deve pagare per poter continuare a finanziarsi, che mediamente si aggira intorno a 400 punti base, vale a dire un 4% circa in più rispetto ad una situazione di mercato normale (benchmark riferito agli emittenti "virtuosi"). Tuttavia tale conseguenza, come detto, non ha una lunga durata, e tende ad esaurirsi nell'arco di 3-5 anni. Lo stesso vale, più o meno, per i danni di immagine. A livello di economia reale domestica, il *default* può inizialmente determinare una certa contrazione del prodotto interno, ma anche questo effetto si rivela tutto sommato di breve durata. Ciò potrebbe indurre a pensare che, almeno a livello di stati sovrani, il non pagare i debiti possa risultare nell'insieme conveniente, o quantomeno non così deleterio in termini pratici, ma in realtà una variabile in gioco non trascurabile è quella politica, nel senso che tali situazioni incidono negativamente sui destini della classe dirigente in carica al momento, anche se poi, sono i cittadini e gli investitori esteri a pagare piuttosto il peso preponderante di tali misure. Ci si può anche chiedere perché, di fronte a condizioni finanziariamente difficili e di insolvenza più o meno evidente ed ineluttabile, certi governi tardino ad agire e rinviino le decisioni relative ad un processo di ristrutturazione (come nel caso ormai paradigmatico dell'Argentina, ma non solo quello). Il motivo è insieme di ordine socio-psicologico e politico, come vedremo 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

### **Default**

(Quarta parte) Ci siamo chiesti, in chiusura dello scorso articolo, perché spesso, di fronte a situazioni di manifesta crisi finanziaria e di insolvenza pressoché accertata, certi governi tendano a tergiversare, rinviando la presa d'atto dello stato di *default*, e soprattutto rinviando la ristrutturazione del debito anche quando essa appaia inevitabile, pur sotto la pressione di istituzioni esterne. Si è detto che la ragione può essere di ordine psico-sociologica e soprattutto politica, nel senso che una situazione del genere nuoce alla classe politica al potere, in termini di immagine e di consenso dell'opinione pubblica, dunque di consenso elettorale. Ecco allora che i politici tendono a tergiversare, sperando in miracoli che raramente si verificano, pur di non intaccare la propria reputazione, anche se sono poi i cittadini, e gli investitori stranieri, a pagare in massima parte il prezzo. Ma il tergiversare ha anche un'altra ragione, più sottile, e questo è il caso anche per altre vicende pubbliche di natura non squisitamente economica e finanziaria. Rinviando le decisioni di fronte a situazioni critiche, si passa da uno scenario in cui una scelta negativa ed impopolare apparirebbe dettata da ragioni "strategiche", ad uno scenario più impellente e drammatico in cui la presa di decisione diventa invece urgente ed inevitabile, dunque giustificata sia agli occhi dell'opinione pubblica che dell'eventuale opposizione politica. Quindi il tempo dell'attesa gioca a favore dei governanti, rendendo le opzioni più limitate e dunque le scelte drastiche inevitabili perché dettate dall'eccezionalità e dall'urgenza. Tale strategia si ritrova in varie vicende di natura geopolitica e strategica, e tende ad accrescere il consenso ed a tacitare le critiche. E ciò alla fine riduce le conseguenze negative per l'immagine e la reputazione dei politici stessi. Tutto ciò come detto, rende gli effetti di medio periodo più blandi rispetto a quanto si possa pensare, e l'aggravamento dei costi di finanziamento successivo sui mercati internazionali, peraltro di breve durata e mediamente della durata di circa 4 punti percentuali di rendimento, è sovente compensato da una svalutazione monetaria che rende più leggero il pagamento del debito e favorisce le esportazioni del paese in *default*. Certo, in tutto ciò, non conta soltanto il "quanto", ma anche il "come", vale a dire il modo in cui la ristrutturazione viene condotta ed i termini adottati nei confronti dei creditori privati ed istituzionali. In caso di *default* di un'istituzione privata, gruppo o società, le cose vanno in modo diverso, poiché qui i creditori avvieranno una procedura di fallimento, orientata soprattutto a quei beni che fungono da collaterale a garanzia del debito. Sarà importante, a quel punto, determinare le caratteristiche dello strumento, cioè il suo livello di graduatoria nel rimborso a fronte della procedura giudiziaria. Fra le soluzioni, da noi già considerate negli scorsi articoli, ricordiamo la trasformazione, spesso parziale, del debito in *equity*, cioè lo scambio di obbligazioni in azioni, oppure la "sfoltitura" di una percentuale del debito a fronte del rimborso più o meno tempestivo della parte residua. (*fine*) - GLT

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

---