



QUANDO SI PARLA DI...

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

Ristrutturazione del Debito

(Prima parte) Non ci riferiamo qui a quei processi di riorganizzazione aziendale che tendono a contenere i costi, stimolando l'attività, ma bensì ad una operazione attuata da chi abbia emesso sul mercato finanziario dei titoli, sottoscritti pubblicamente da investitori, e si venga poi a trovare in situazioni particolari. La ristrutturazione, intesa in tale senso, rappresenta un mutamento delle regole che erano inizialmente alla base del contratto stesso di debito-credito, per quanto concerne il pagamento degli interessi periodici e/o del capitale. La ristrutturazione, attuata da un emittente privato aziendale (*corporate*) o da uno stato (*government, sovereign*) è un atto rilevante e ricco di conseguenze e ripercussioni sui mercati. Molti osservatori considerano il processo di ristrutturazione di un prestito un qualcosa di meno grave rispetto ad una insolvenza, ma essa è a tutti gli effetti un *default*, in quanto viene meno il rispetto degli obblighi legali e delle condizioni contrattuali fissate fra creditore e debitore al momento dell'emissione del prestito. Recentemente, a proposito della possibile – o forse probabile – ristrutturazione del debito pubblico della Grecia, è stato anche coniato il termine "ristrutturazione *soft*", cioè tenue, blanda, ma ciò non ha alcun significato, in quanto ogni ristrutturazione rappresenta di per sé un atto di insolvenza *tout court*, che pone l'emittente in una posizione estremamente negativa sul mercato internazionale dei capitali.

Ovviamente l'esigenza di ristrutturare il debito nasce da problemi di liquidità, squilibri finanziari, stato critico dei bilanci, etc. La storia finanziaria è ricca di episodi del genere, che hanno riguardato sia aziende e sia stati sovrani, e vedremo ciò in maggior dettaglio nei prossimi articoli dedicati al *default* in senso stretto.

La ristrutturazione comporta una rinegoziazione delle condizioni del prestito, per consentire al debitore di allentare la pressione sul suo *cash flow* e permettergli di continuare l'operatività. Naturalmente i termini sono più stringenti per l'istituzione privata, soggetta al fallimento, mentre lo stato sovrano, che per definizione non può fallire, è portato ad usare lo strumento della ristrutturazione in modo più elastico e spesso più disinvolto (o spregiudicato), visto che per lui le conseguenze sono nettamente più limitate, almeno in molti casi.

In pratica una ristrutturazione del debito assume spesso la forma del rifinanziamento, per cui il vecchio debito in scadenza, cui non si può far fronte, viene sostituito con uno nuovo, emesso a condizioni diverse, ad esempio con scadenze più lunghe, rendendolo appetibile all'investitore con maggiori tassi d'interesse, nuove clausole e condizioni, per dare maggior respiro, almeno momentaneamente, al debitore. Questa è una soluzione, ma ve ne possono anche essere di più drastiche, 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

Ristrutturazione del Debito

(Seconda parte) Abbiamo considerato il caso – o meglio i molti casi, vista la frequenza con cui essi si verificano – in cui l'emittente di un prestito obbligazionario, o di titoli affini, sia esso una istituzione pubblica (governo nazionale) o privata (società), venendosi a trovare in difficili situazioni finanziarie, non sia in grado di far fronte ai propri impegni in termini di pagamento degli interessi periodici (cedole) o di restituzione del capitale alla scadenza predefinita. Invece di un *default* vero e proprio l'emittente può optare per una ristrutturazione, che di fatto è ancora un *default*, cioè una situazione di insolvenza a tutti gli effetti, di inadempimento degli accordi contrattuali, tuttavia apparentemente meno traumatica. Si è visto come la ristrutturazione assuma sovente la forma di una rinegoziazione delle condizioni del prestito stesso, con allungamento delle scadenze, cambiamento del tasso d'interesse, inserimento di nuove condizioni tese a rendere più appetibile l'operazione al sottoscrittore, consentendo all'istituzione in difficoltà di allentare la pressione finanziaria attraverso un *cash flow* più "morbido" e più diluito nel tempo. Ma la ristrutturazione di un debito può assumere altre forme. Una è ad esempio quella dell'*haircut*, (lett. sfoltimento), con cui si propone all'investitore un taglio secco del capitale rimborsato: una sorta di "prendere o lasciare". Ovviamente il risparmiatore ne trae una perdita finanziaria ed una penalizzazione anche di tipo emotivo, così come l'emittente si pone in una luce estremamente negativa nei confronti del mercato finanziario, ma tale soluzione può tutto sommato risultare accettabile visto che l'alternativa può essere rappresentata da un *default* bell'e buono che lascerebbe l'investitore completamente "a bocca asciutta", come si suol dire. I casi di questo tipo non mancano. Un'altra forma di ristrutturazione è quella della trasformazione, totale o parziale, del capitale di debito in capitale di rischio, cioè della trasformazione di titoli obbligazionari in *equity*, cioè titoli azionari. Muta quindi la natura del rapporto, ed al reddito fisso predefinito si sostituisce un dividendo ipotetico ed aleatorio in funzione dell'andamento dell'azienda emittente. Per gli stati questa soluzione non è ovviamente praticabile. Da creditore il sottoscrittore si trasforma dunque in azionista, perdendo la garanzia (peraltro già di fatto compromessa) della restituzione del capitale a suo tempo conferito. Anche i casi di questo tipo sono purtroppo molto diffusi nella storia finanziaria di ieri e di oggi. Una forma ulteriore di ristrutturazione, non del debito in senso stretto, ma della partecipazione, è quella relativa a molti *hedge funds* in occasione della grave crisi che ha colpito i mercati finanziari e del credito quale conseguenza della tempesta abbattutasi sui titoli ipotecari *subprime*, su quelli ad essi collegati, ed a tutto ciò che è derivato. Ne 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

Ristrutturazione del Debito

(Terza parte) Gli *hedge funds* ed i fondi di fondi *hedge* che si sono trovati in difficoltà a causa della crisi che, nata dai mutui *subprime* negli Stati Uniti, ha poi colpito non soltanto molte categorie di titoli legati al settore immobiliare, ma anche all'area del credito più in generale, hanno attuato una forma particolare di ristrutturazione della loro posizione debitoria nei confronti dei sottoscrittori. Questi, naturalmente, viste le difficoltà del mercato e la difficile posizione, in particolare, del comparto alternativo, cioè degli *hedge funds*, hanno avanzato in breve tempo ampie richieste di riscatto che non potevano essere soddisfatte attraverso la liquidità detenuta dai gestori dei fondi stessi. La difficile posizione dei fondi era peraltro aggravata dall'elevato *leverage* con cui essi operavano, cioè investendo per importi ampiamente superiori rispetto ai patrimoni effettivamente detenuti, ed indebitandosi per il residuo, vista la facilità di accesso al credito. Gran parte di essi hanno quindi dovuto optare per una drastica liquidazione del portafoglio, ed hanno deciso di bloccare i riscatti (scelta definita di *gating*, cancellata), promettendo ai sottoscrittori rimborsi parziali diluiti nel tempo secondo calendari più o meno definiti. Ciò, almeno nominalmente, nell'interesse stesso dei clienti, così da evitare svendite affrettate a prezzi non vantaggiosi. Ma l'elemento essenziale della loro ristrutturazione è la ripartizione del portafoglio in due sezioni, che di fatto vengono a rappresentare due prodotti distinti nati sulle ceneri dell'*hedge fund* o del fondo di fondi originario. Una porzione, definibile come "serie di liquidazione", comprende quei componenti più o meno valutabili e negoziabili in tempi ragionevoli, pur con tutte le difficoltà ed incertezze del caso. Accanto a questa serie è stata costituita una cosiddetta *side pocket* (lett. tasca laterale) la quale, ahimè, contiene i costituenti di portafoglio più problematici, la parte "tossica", quegli strumenti di fatto senza valore e momentaneamente non negoziabili, per i quali si attendono tempi migliori o qualche altra forma di ristrutturazione ulteriore. Ovviamente il partecipante subisce vari danni da questo insieme di situazioni: ha subito il blocco dei riscatti, vede una parte del capitale restituita in tempi lunghi ed a valori alquanto incerti, con la prospettiva poi di perdere irrimediabilmente una parte dell'investimento stesso. Ma nella storia finanziaria recente, il caso più emblematico e complesso, per struttura e durata, di ristrutturazione del debito è probabilmente quello che riguarda l'Argentina, e di ciò diremo 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

Ristrutturazione del Debito

(Quarta parte) La ristrutturazione del debito pubblico argentino è senza dubbio una delle operazioni più tortuose, lunghe (non essendosi ancora conclusa oggi), anomale e ricche di conseguenze (e di morali per tutte le parti coinvolte) della recente storia finanziaria. La crisi che portò al *default*, cioè all'insolvenza da parte del governo di Buenos Aires, ha origini lontane. Nasce dalle grandi difficoltà economiche che il paese aveva attraversato nel tempo, e che esplosero negli anni '90, generando recessione ed instabilità, in un crescendo che per certi versi ancora continua, nonostante il miglioramento relativo registrato a partire dal 2003. Lo stato di insolvenza, seppur latente da tempo, venne dichiarato "ufficialmente" nel 2002, in concomitanza con il forte esodo dei capitali verso l'estero (una situazione simile a quella verificatasi poi in Venezuela), e l'abbandono di quella parità valutaria, in realtà fittizia e velleitaria che, mito un po' comune a tanti paesi dell'America Latina (Cuba compresa), vedeva la valuta locale in un rapporto 1 a 1 rispetto al dollaro USA. La valuta, sotto l'incalzare dei drammatici avvenimenti, venne lasciata fluttuare e ciò condusse inevitabilmente ad una elevatissima inflazione, piaga peraltro abbastanza cronica per le economie latino-americane di ieri e di oggi.

Il governo di Buenos Aires, non essendo ovviamente in grado di onorare le scadenze del debito, imboccò la strada della ristrutturazione, ma si scontrò con gli investitori privati ed istituzionali, fra cui molti fondi pensione, di diversi paesi, europei ed asiatici, italiani e giapponesi in particolare, che muovevano critiche alle modalità con cui l'operazione di ristrutturazione veniva prospettata. Molti di essi aprirono contenziosi legali tesi ad ottenere il ripagamento immediato dei loro investimenti (ed alcune di queste azioni giudiziarie vennero effettivamente vinte, con la condanna del governo argentino e l'obbligo di ripagare).

Il *default* era di grandi dimensioni, anzi il più grande in assoluto della storia finanziaria, pari a circa 93 milioni di dollari USA, frutto della politica economica e finanziaria irresponsabile attuata dai governi che si erano succeduti al potere. Le riserve valutarie erano pressoché prosciugate e quel poco che restava nei forzieri della Banca Nazionale serviva semmai ad evitare ulteriori drammatiche svalutazioni della moneta nazionale, il *peso*.

Si trattava della "madre di tutti i *defaults*" e, da quel momento, l'Argentina veniva esclusa dal consesso finanziario internazionale e dalla possibilità di accedere ancora al mercato dei capitali, fatti salvi interventi *ad hoc*, e dal sapore più che altro propagandistico, come quello attuato, attraverso l'acquisto di *bonds* argentini, dal regime venezuelano del colonnello Chavez. Il mercato internazionale muoveva alle autorità politiche e monetarie di Buenos Aires vari rimproveri, in gran parte giustificati, riguardo alla ristrutturazione, 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

Ristrutturazione del Debito

(Quinta parte) La più grande, lunga e macchinosa ristrutturazione di tutti i tempi (almeno per ora) fu dunque quella del debito pubblico argentino, avviata ufficialmente nel 2002 dopo un lungo periodo di crisi economica e finanziaria, solo in parte risoltasi. Una ristrutturazione per molti versi contestata da gran parte degli investitori privati ed istituzionali (fondi pensione) interessati e dai mercati finanziari in generale, per le modalità con cui è stata condotta, così da portare ad una lunga serie di cause giudiziarie e da porre, fino ad oggi, l'Argentina di fatto in una posizione di esclusione dai mercati internazionali dei capitali (visto anche che la ristrutturazione stessa non si è ancora del tutto conclusa). L'operazione di 93'000 milioni di dollari USA, divenuti presto ben di più a seguito del piano stesso, prevedeva, dopo una lunga diatriba, una scelta nella forma "prendere o lasciare": circa due terzi dei *bonds* scaduti senza essere ripagati venivano scambiati con nuovi titoli di valore nominale inferiore, comportando per l'investitore una perdita secca del 30% circa. I nuovi titoli, di valore nominale inferiore, avevano poi scadenze notevolmente più lunghe (anche pluridecennali), ed una parte di essi veniva indicizzata nel rendimento all'andamento del PIL argentino a lungo termine.

Al di là degli aspetti squisitamente tecnici e dei termini della ristrutturazione, a determinare l'opposizione, ed in molti casi, il furore di investitori ed organismi finanziari, fu l'atteggiamento arrogante dimostrato dal governo argentino di fronte all'intera questione (posizione questa peraltro condivisa con altri regimi latino-americani di ieri e di oggi) nei confronti dei creditori, le lungaggini nelle scelte e nell'implementazione dei piani e la posizione ambigua tenuta, ad esempio, nei confronti del Fondo Monetario Internazionale che, allorché espresse riserve sull'operazione, venne frettolosamente ripagato da Buenos Aires in forma "parallela", di fatto penalizzando gli altri creditori, ai fini di salvare la faccia nei confronti dell'importante organo sovranazionale, così da lasciarsi aperta almeno quella porta in caso di futuri interventi di emergenza. Tutta la vicenda spicca così per i suoi contorni tortuosi, e da essa si possono trarre alcune morali per tutte le parti coinvolte, 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

Ristrutturazione del Debito

(Sesta parte) La ristrutturazione del debito pubblico argentino, così' come le altre simili che si sono succedute attraverso la storia finanziaria di ieri e di oggi, e così come i casi di più grave *default*, vera e propria insolvenza (anche se, lo ricordiamo, la ristrutturazione è comunque tecnicamente un caso di *default*), senza alcuna forma di recupero e salvaguardia per gli investitori, di cui ci occuperemo prossimamente in questi spazi, inducono a qualche riflessione ed a trarre qualche morale per tutte le parti coinvolte in simili vicende. Per gli emittenti, la morale può essere quella di non abusare della fiducia, o della scarsa oculatezza degli operatori e degli investitori e, qualora una grave crisi incomba e non consenta di far fronte ai propri impegni nei termini previsti, di dimostrare quanto meno il giusto rispetto per i creditori, elaborando soluzioni eque e tempestive, in accordo con le richieste dei mercati, così da non porsi in rotta di collisione con essi, pur sotto la pressione di condizioni difficili. Per gli investitori, la morale è soprattutto quella di saper valutare gli impieghi con oculatezza e razionalità, considerando che rendimenti attesi e promessi sensibilmente superiori a quelli medi di mercato comportano necessariamente un elevato grado di rischio, quale che sia la natura di tale rischio. L'idea che la cedola comunque elevata ripaghi dei rischi, quale che sia la sorte del capitale, è quanto meno discutibile. Ma forse la morale più importante concerne le stesse istituzioni finanziarie, sovente disinvolve nel proporre strumenti e prodotti che incorporano un elevato margine di rischio (oppure di non trasparenza), senza adeguatamente informare e valutare l'accettabilità di tale rischio da parte del cliente. E qui si impone un'osservazione che riguarda appunto la tipologia dell'istituzione finanziaria coinvolta. Ciò perché spesso la grande banca o la grande struttura può trovarsi confrontata con un conflitto d'interessi riguardo ad un'emissione di titoli "problematici", vuoi perché essa risulta direttamente coinvolta nel collocamento o nella negoziazione dello strumento, vuoi perché, avendola direttamente in carico, può essere per lei interessante ricollocarla nei portafogli dei propri clienti, in maniera più o meno trasparente. In questo senso il gestore patrimoniale indipendente si trova invece in una posizione neutrale, più favorevole in ultima istanza per il cliente, in quanto non direttamente coinvolto nella questione. Non avendo egli un interesse specifico nei confronti di una certa emissione obbligazionaria o di altro tipo, può valutare in modo più equilibrato il rapporto rischio-rendimento, ponendo il proprio cliente al riparo da operazioni troppo azzardate o comunque potenzialmente incaute, fatto salvo ovviamente l'interesse specifico dell'investitore nei confronti di un impiego che comporti, consapevolmente, un elevato profilo di rischio. Ma in questo caso un assenso esplicito scritto e firmato, un cosiddetto *disclaimer*, può risultare quanto mai raccomandabile. (*fine*) - GLT

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