



Finanza

MA COS'E' UN'ASTA AL CONTRARIO?

di [Sandro Brusco](#) 30.09.2008

Il piano Paulson era basato sull'acquisto da parte del Tesoro di attività finanziarie per le quali attualmente non esiste un mercato, attualmente detenute dalle istituzioni finanziarie in crisi. Per riuscire a stabilire un prezzo per questi toxic assets, si prevedeva l'uso delle reverse auction. Come funzionano queste aste e quali problemi lasciano aperti?

Uno dei punti più controversi del recente piano di salvataggio delle istituzioni finanziarie americane è la possibilità da parte in un'apposita agenzia del Tesoro di comprare **attività finanziarie**, in particolare le cosiddette Mortgage Backed Securities (MBS), per le quali attualmente non esiste mercato. Il Tesoro afferma che tale acquisto può essere un buon affare per i contribuenti, dato che al momento le MBS si possono comprare per poco ma nel futuro riacquisteranno valore. Ovviamente tale argomento ha senso solo se le MBS vengono acquistate dal Tesoro a un prezzo sufficientemente basso.

Non si sa come funzionerà il **meccanismo di acquisto**; il piano nella sua formulazione originaria è stato bocciato dal Congresso statunitense e al momento non è chiaro quali modifiche verranno introdotte prima di ripresentarlo al voto. È ovvio però che se si lascia totale discrezionalità nella determinazione dei prezzi e nella scelta delle istituzioni finanziarie da cui si acquista si generano enormi possibilità di abuso e conflitti di interesse. È quindi consigliabile adottare un meccanismo chiaro e trasparente per gli acquisti.

Ben Bernanke in una audizione al Senato statunitense dello scorso 23 settembre ha suggerito che si potrebbe utilizzare un meccanismo chiamato *reverse auction*, un termine che non mi azzarderò a tradurre. Cosa sono? Quali **problemi** si possono generare se vengono usate per comprare Mortgage Backed Securities?

COS'È UNA REVERSE AUCTION

In una reverse auction il compratore annuncia una quantità che intende acquistare e un prezzo massimo. A quel punto i venditori offrono la quantità che desiderano vendere a tale prezzo. Se la quantità in vendita supera la quantità che il compratore desidera acquistare (ossia, se l'offerta supera la domanda) allora il prezzo viene abbassato e si genera una **nuova offerta**. Il processo continua fino a quando l'offerta è uguale alla domanda.

Nel nostro caso il compratore è l'agenzia del Tesoro americano e la quantità da acquistare è un certo ammontare di obbligazioni, diciamo per esempio, MBS a 10 anni per un valore facciale di 100 milioni di dollari. A quel punto i potenziali venditori, le banche che hanno in portafoglio tali titoli e



www.lavoce.info

desiderano disfarsene, annunciano quanto desiderano vendere al prezzo annunciate. Se l'offerta supera la domanda, ossia nel nostro esempio se le **obbligazioni** offerte superano il valore facciale di 100 milioni, allora il prezzo viene abbassato. Presumibilmente al prezzo più basso le banche ridurranno l'ammontare di obbligazioni che desiderano vendere. Se la riduzione è sufficiente a uguagliare domanda e offerta allora l'asta termina e le obbligazioni vengono vendute all'ultimo prezzo annunciate. Altrimenti si abbassa di nuovo il prezzo fino a quando domanda e offerta sono uguali.

Quello descritto è il formato più semplice. Un altro formato prevede che il compratore annunci la quantità che intende acquistare e i venditori annuncino i prezzi ai quali intendono vendere le loro obbligazioni. Una volta terminato il processo di offerta il compratore acquista da chi ha annunciato i prezzi più bassi.

I due formati non sono **equivalenti** in termini dei prezzi finali che si possono ottenere, ma una discussione delle ragioni di tale differenza ci porterebbe troppo lontano. Per i problem specifici che discuteremo in questo articolo, il formato usato non è particolarmente importante.

POSSIBILI PROBLEMI DI UNA REVERSE AUCTION

In generale quando gli oggetti da comprare sono omogenei e hanno caratteristiche chiaramente verificabili tali aste producono un'allocazione efficiente e favorevole al compratore. Purtroppo questo non è il caso delle MBS. Ricordiamo infatti che le MBS sono attività finanziarie che producono un flusso di cassa dipendente dal pagamento dei mutui su cui sono state costruite. Due MBS apparentemente uguali, diciamo con la stessa scadenza e gli stessi tassi d'interesse, possono avere valori molto differenti a seconda del **grado di solvibilità** dei mutui sottostanti. Il principale problema è che c'è informazione asimmetrica su tale grado di solvibilità, e quindi sul probabile flusso di cassa generato: una istituzione finanziaria che ha in portafoglio un certo titolo tende a conoscere meglio degli altri quanto affidabile tale titolo sia.

Supponiamo per esempio che, come risultato dell'asta, una banca venda titoli per 10 milioni nominali al 50% del valore facciale. Tra tutti i titoli che possono essere usati per soddisfare le richieste del compratore, quali sceglierà la banca? Ovviamente quelli che sa essere peggiori in termini di probabilità di pagamento, tipicamente quelli che valgono meno del 50%. La conseguenza è che il compratore finisce per perderci.

In verità, questa è esattamente la ragione per cui questi titoli sono così poco liquidi. Se non ci fossero problemi di informazione asimmetrica si formerebbe rapidamente un mercato in cui i titoli vengono scambiati tra privati, i problemi di liquidità sparirebbero e sarebbe facile stabilirne il valore di mercato. È proprio a causa del **fallimento del mercato** indotto dall'informazione asimmetrica che il Tesoro ha ritenuto di dover intervenire. Ma è chiaro che non si può avere la botte piena e la moglie ubriaca. Se si acquistano titoli in queste condizioni il rischio di pagare eccessivamente i titoli non è evitabile.

Un modo semplice per eliminare il problema di selezione avversa dei titoli è quello di comprare tutti, o quasi tutti, i titoli di una determinate categoria. Purtroppo in tal caso una reverse auction non è un buon meccanismo di vendita. È chiaro infatti che il prezzo a cui si acquista è tanto più alto quanto



www.lavoce.info

più è alta la domanda. Se si domandano tutti i titoli di una certa categoria il prezzo di vendita sarà quello iniziale, e dovrà essere sufficientemente alto da indurre i venditori a disfarsi di **tutti i titoli**, anche quelli più affidabili. Quindi, il problema uscito dalla porta rientra dalla finestra.

COME ATTENUARE QUESTI PROBLEMI

In presenza di informazione asimmetrica è molto difficile evitare inefficienze. Però qualche accorgimento per attenuare i problemi esiste. In primo luogo è opportuno cercare di effettuare tante aste differenti per diversi titoli, anziché poche aste in cui la specificazione dei titoli in vendita è grossolana. Per esempio, anziché fare una sola asta per titoli con maturità a 5 anni si può specificare il periodo in cui i **mutui** sono stati contratti, se gli interessi sono variabili o fissi eccetera. Quanto più ristretta è la specificazione dei titoli tanto minori sono i problemi di selezione avversa.

Tuttavia una certa eterogeneità è destinata a rimanere. L'impresa di consulenza economica NERA, in un [recentissimo paper sulle riserve auctions](#), afferma che esistono più di 100.000 tipi differenti di MBS. È ovviamente impossibile tenere un'asta per ciascun tipo, soprattutto se si ritiene di dover agire rapidamente.

[Larry Ausubel e Peter Cramton](#), due autorevoli teorici delle aste, hanno proposto in articolo su Economists' Voice di specificare in anticipo che le securities comprate dal tesoro verranno rivendute in un dato ammontare di tempo, e che le banche venditrici verranno multate se i prezzi scenderanno. Per esempio, supponiamo che il Tesoro compri da una banca una MBS con valore nominale 100 a un prezzo di 30. Se i mutui che stanno dietro la MBS non falliscono e i pagamenti continuano, tra un anno la MBS varrà di più. Se invece i pagamenti si interrompono la MBS varrà meno, e il tesoro sospetterà che la banca sapesse che tale MBS era a rischio e ha tirato un bidone. La proposta di Ausubel e Cramton è che in tal caso il Tesoro rivenda la security con un'altra asta e chiedi alla banca di pagare almeno in parte per la riduzione del prezzo. È evidente che tale meccanismo scoraggia le banche dal "far troppo le furbe", visto che finirebbero per pagare di più dopo. Il principale problema è che questo meccanismo rischia di funzionare poco con le banche più inguaiate. Se c'è un'alta probabilità di finire in **bancarotta** in poco tempo, allora la minaccia di essere multato nel futuro avrà uno scarso effetto di deterrenza.