

INTRODUZIONE

1. I PRODOTTI DERIVATI E IL LORO MERCATO

1.1. Cosa sono e a che cosa servono i prodotti derivati?

1.2. Esempi di prodotti derivati

1.3. Tipologie di prodotti e mercati corrispondenti

1.4. Rischi e opportunità nell'uso dei derivati

1.5. Il mercato dei prodotti derivati: panoramica generale

2. MERCATI E REGOLAMENTAZIONE PRIMA DELLA CRISI

2.1. La regolamentazione dei derivati in epoca moderna

2.2. Mercati Exchange traded e mercati OTC

2.3. I derivati su credito e i loro rischi

2.4. Vigilanza prudenziale e regole di Basilea

3. ORIENTAMENTI POST-CRISI DEI MERCATI

3.1. La grande recessione e i suoi effetti sulla riforma dei mercati derivati

3.2. I nuovi orientamenti normativi e l'Unione Europea: il caso dei mercati

3.3. L'impatto delle nuove regole sui mercati OTC dei derivati

4. STUDIO DI UN CASO: I COMUNI ITALIANI

4.1. L'uso dei derivati nei comuni italiani.

4.2. Quadro normativo e orientamento interpretativo.

4.3. Analisi della convenienza economica.

4.4. Tutele e rimedi per gli enti locali.

Introduzione

Il termine “prodotti derivati” era ignoto al grande pubblico dei media prima della recente crisi economica che ha dato luogo alla grande recessione del 2008: mentre locuzioni come “obbligazione”, “strumento finanziario”, etc. filtravano nella cronaca giornalistica economica, sia sulla carta stampata che sui telegiornali, i prodotti derivati erano noti, e largamente utilizzati, solo dagli addetti ai lavori.

Dopo lo scoppio della crisi, un argomento che tangenzialmente sarà trattato in questo lavoro, si è appurato che una componente essenziale nella sua propagazione e nell’effetto “domino” di default di grandi banche mondiali che ne è seguito è stata la sottostima del rischio sotteso ai prodotti finanziari, e in particolare ai derivati.

Per quanto la vigilanza prudenziale fosse già stata normata da regolamenti internazionali, e proprio negli anni immediatamente precedenti la crisi fosse stato promulgato il regolamento noto come Basilea II, la consuetudine degli operatori finanziari con questi strumenti, e l’ingente volume del loro nominale scambiato sui mercati, avevano consolidato delle prassi di mercato nate quando la gestione dei rischi non era un punto focale nella definizione del costo e della gestione di un prodotto finanziario.

Dopo la crisi nulla è stato più lo stesso, e in particolare il rischio di credito si è palesato in modo importante anche laddove si stimava fosse trascurabile: una porzione notevole del volume dei derivati scambiati negli anni precedenti consisteva proprio in strumenti che utilizzavano il rischio di credito come “fattore” per generare leve speculative o coperture per chi acquistava questi contratti.

Il risultato è stato che questi strumenti sono stati identificati con l’uso scarsamente consapevole e spesso improprio che se ne è fatto non soltanto da parte dei privati ma anche da parte di istituzioni ed enti pubblici: questi ultimi hanno sottoscritto posizioni in questo tipo di contratti senza avere una cognizione precisa, o completa, del loro profilo di rischio e senza essere in grado di condurre una analisi previsionale dei costi e benefici dell’uso di questi strumenti per i loro problemi di copertura economica, che nel caso dei comuni italiani erano sostanzialmente la ristrutturazione del debito, contratto quando i tassi di interesse avevano valori ben diversi da quelli degli anni della crisi economica.

In questa tesi ci proponiamo di analizzare dal punto di vista economico e giuridico il mercato dei derivati, descrivendone i meccanismi prima e dopo la crisi economica, per fornire un quadro il più possibile chiaro e completo del perché questi prodotti siano stati utilizzati in modo errato dalle controparti istituzionali, e del perché non debbano essere considerati strumenti “tossici” in assoluto, ma solo relativamente all’uso che se ne fa, come avviene peraltro per tutti gli altri strumenti finanziari, siano essi obbligazioni o altri tipi di contratto proposto da un intermediatore finanziario.

L’obiettivo sarà anche chiarire come la normativa attuale, in vigore in Italia, possa essere modificata in modo più permissivo (attualmente, in sostanza, gli enti locali non possono utilizzare questo tipo di contratti se non in una specifica forma che descriveremo in dettaglio) per poter offrire agli enti indebitati strumenti più flessibili e, paradossalmente, per molti versi più sicuri che i finanziamenti a tasso fisso o tasso variabile, scelte che contemplano comunque profili di rischio anche se spesso si ritiene il contrario.

Nel primo capitolo descriveremo l’oggetto del nostro studio, vale a dire i prodotti derivati in quanto strumenti finanziari: ci soffermeremo sulla storia di questi strumenti e del loro uso in quanto si tratta di tipologie di contratti utilizzate fin da tempi remoti, in forme molto simili a quelle dei contratti attuali, e molto più diffuse di quanto non si creda. Non daremo ovviamente una classificazione completa di questi prodotti né una descrizione tecnicamente approfondita dei loro meccanismi contrattuali né dei profili di rischio, contentandoci di mettere in luce quelli necessari ai fini della nostra trattazione.

Discuteremo anche il mercato dei derivati, approfondendo in particolare il mercato non regolamentato (OTC: over the counter) mettendo in evidenza i rischi di questi meccanismi e fornendo alcuni esempi fondamentali di prodotti commercializzati su questo mercato, limitandoci a quelli utili per il prosieguo del lavoro.

Nel secondo capitolo affronteremo il tema della regolamentazione dei mercati dei derivati prima della crisi economica, descrivendo la genesi di questi mercati e approfondendo la storia normativa degli stessi.

Un particolare accento sarà posto sulla normativa europea, che tuttavia sarà posta a confronto con quella statunitense, e si approfondirà la discussione degli aspetti di mercato e normativi sul caso dei derivati su credito, e in particolare della categoria dei CDS (Credit Default Swap), molto utilizzati prima della crisi economica: alla questione del rischio credito è legata anche la questione della sua valutazione, del rating delle aziende e degli strumenti per

calcolarlo, pertanto chiuderemo il capitolo con una panoramica sulle regole di vigilanza prudenziale che fanno riferimento al Regolamento di Basilea, nelle sue varie versioni.

Nel terzo capitolo ci soffermeremo invece sulla reazione dei legislatori, e dei mercati, alla crisi economica del 2008, indicando in particolare la relazione fra questa e gli scambi di derivati sui mercati OTC non come fattore scatenante ma sicuramente come fattore di amplificazione degli effetti della crisi. Ci soffermeremo sulle decisioni prese dal G20 per arginare e governare la crisi e sulle ricadute normative, prima a livello europeo, poi a livello italiano, che queste decisioni hanno avuto.

Analizzeremo quindi in dettaglio il regolamento europeo EMIR, confrontandolo con l'analogo statunitense (il Dodd-Frank Act) e mostreremo come il ruolo delle entità note come controparti centrali nella compensazione del rischio sia la misura sostanziale messa in atto da questi regolamenti per controllare i rischi generati sui mercati over the counter.

Nell'ultimo capitolo daremo concretezza alla discussione svolta in quelli precedenti considerando un caso di studio, cioè i contratti derivati sottoscritti dai comuni italiani prima della crisi, che tanto clamore hanno suscitato sulle cronache finanziarie e giudiziarie e che hanno contribuito a generare nell'opinione pubblica l'idea dei derivati come strumenti tossici.

Per prima cosa cercheremo di approfondire le motivazioni che hanno spinto i comuni a sottoscrivere questo tipo di contratto, illustrando i contratti tipici (i collar) e mostrando come si possano comporre in modo non conveniente per l'acquirente.

Passeremo poi a descrivere l'evoluzione della normativa italiana in anni recenti, fino al sostanziale divieto di usare questi prodotti da parte degli enti territoriali, e mostreremo come il calcolo della convenienza economica di questi contratti riguardi non solo i costi ma anche il rischio, un fattore spesso disatteso nelle valutazioni degli enti locali.

Infine parleremo di un caso eclatante, i derivati acquisiti dal comune di Milano nel 2005, per un nominale ingente, per ristrutturare il proprio debito, una vicenda finita in tribunale che ha dato origine a una clamorosa sentenza della Corte d'Appello ambrosiana che ha fatto scuola nell'ambito della giurisprudenza in materia.

Su questo caso misureremo quanto esposto nel capitolo e potremo basare alcune osservazioni su come migliorare, in senso permissivo, l'attuale normativa, contemplando la flessibilità d'uso di questi prodotti con una consapevole gestione del loro profilo di rischio.

Capitolo 1.

I prodotti derivati e il loro mercato

In questo primo capitolo introduciamo dal punto di vista finanziario, e quindi di necessità più “tecnico”, l’oggetto della nostra indagine, vale a dire i prodotti derivati.

Nel primo paragrafo introdurremo i prodotti derivati, tracciandone anche una storia e inquadrandoli nel contesto della finanza: ne descriveremo sommariamente le categorie principali, senza tentare una tassonomia esaustiva.

Nel secondo paragrafo analizzeremo in dettaglio alcuni esempi rilevanti di prodotti derivati, scegliendo sostanzialmente fra quelli più semplici, ma anche più diffusi e che consentono comunque di discutere gli aspetti generali delle problematiche legate ai derivati su casi concreti e rappresentativi.

Successivamente ci soffermeremo sui partecipanti al mercato dei derivati e sulle motivazioni che spingono ad utilizzarli e inserirli nei prodotti strutturati, per poi affrontare rapidamente l’importante tema dei rischi legati a questi prodotti, riassumendo alcune best practice di risk management indispensabili per gestirli.

Infine forniremo una panoramica del mercato dei derivati, come introduzione a quanto sarà più approfonditamente trattato nei prossimi capitoli.

1.1 Cosa sono e a che cosa servono i prodotti derivati?

Un prodotto finanziario è “derivato” quando il suo flusso di cassa, e quindi anche il suo valore di mercato, dipende da quello di un’altra entità finanziaria o economica chiamata il “sottostante”, che generalmente rappresenta un valore più semplice ed immediato da misurare¹. Nei casi semplici, e tipici, il sottostante è il prezzo di un asset finanziario scambiato sul mercato, per esempio il prezzo di una azione, un tasso di interesse, un tasso di cambio, etc.

¹ Il riferimento ormai classico è Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, Pearson, ormai alla decima edizione 2018.

Dunque un derivato viene contrattualizzato come uno strumento finanziario i cui flussi di cassa dipendono in modo esplicito, ed esplicitamente indicato sul contratto stesso, dal valore di altri titoli, magari a loro volta derivati, più spesso non derivati nel senso che il loro valore non dipende dal valore di altri titoli a loro volta ma solo dal valore di mercato.

Prodotti *non* derivati sono per esempio:

- Le obbligazioni “zero coupon” (cioè senza cedola o con cedola nulla) che rappresentano il prezzo odierno di una unità monetaria da incassare in una data futura.
- Le obbligazioni cedola fissa.
- I titoli azionari.

A proposito dell'ultimo esempio, è bene osservare come di norma si consideri il valore di un titolo azionario a un dato istante come un valore “stocastico” (quindi sostanzialmente casuale o comunque non predicibile) nel senso che non è legato a una formula calcolabile sulla base dei dati del titolo, come nel caso dei primi due esempi, ma che in ogni caso ha flussi di cassa, e quindi un valore, non legato ad alcun titolo del mercato finanziario: infatti il valore di una azione è determinato dal mercato sulla base dell'andamento dell'azienda che lo emette e dei movimenti dei mercati di beni e servizi².

Invece i titoli classificabili come derivati sono di molte tipologie diverse: a titolo di esempio, in una lista non esaustiva e che dettaglieremo meglio nel prosieguo di questo capitolo (e in generale di questa tesi), troviamo:

- Le obbligazioni a tasso variabile, nel quale il sottostante è appunto il tasso al quale viene legato il flusso di cassa delle cedole dell'obbligazione.
- Forward, nel quale due parti si accordano l'una di vendere e l'altra di comprare una certa quantità di sottostante in un momento futuro, anch'esso ben determinato: un tipico sottostante è il tasso di cambio fra due valute.
- Future, che sono come i forward dal punto di vista contrattuale con la notevole differenza che i forward sono frutti di accordi privati, mentre i future sono commercializzati sul mercato, che svolge un ruolo di intermediario e garante fra le due parti del contratto.
- Swap, che sono contratti stipulati fra due parti che prevedono, secondo un piano determinato dal contratto, di scambiarsi flussi di cassa ciascuno su un sottostante: per

² Ibidem.

esempio le due controparti potrebbero scambiarsi una quantità fissata espressa in due valute diverse.

- Opzioni, che sono contratti nei quali una delle due controparti acquista il *diritto* di acquistare o vendere una quota determinata del sottostante in un istante futuro: a differenza di forward, future e swap, che prevedono l'obbligo di attuare il flusso di cassa ai momenti predeterminati, le opzioni concedono la facoltà di esercitare questo obbligo, se reca un vantaggio al contraente che ha acquisito il diritto di esercitarlo, o meno, se recherebbe danno. Per esempio una azienda potrebbe contrarre l'opzione di comprare dollari a un prezzo pattuito oggi ma fra un anno: la controparte è tenuta, se l'azienda fra un anno vuole esercitare l'opzione, a vendere al prezzo convenuto un anno prima la quantità di dollari pattuita, ed ovviamente l'azienda lo farà soltanto se il prezzo fissato sarà più conveniente del prezzo del dollaro al momento di esercitare l'opzione.

La caratteristica di ciascuno di questi contratti è la dipendenza, secondo una formula stabilita dal contratto, da uno o più titoli sottostanti.

La storia della stipula delle opzioni e dei derivati in generale precede la storia stessa del denaro, dato che le incertezze che oggi sono un problema per le imprese finanziarie (ma non solo) esistevano anche, se non in maggior misura, nel mondo antico relativamente alle imprese economiche o commerciali che si intraprendevano all'epoca, e dato che il sottostante di una opzione non è necessariamente denaro, ma potrebbe essere grano, oro, etc. si trovano numerosi esempi di questo tipo di contratti.

Un primo esempio lo si trova già nella Bibbia (Genesi, 41), dove leggiamo che Giuseppe raccomandò al Faraone di investire in grano interpretandone i sogni, in questo caso proponendo di fronteggiare il rischio di una carestia con l'opzione reale di coprire questo rischio accumulando riserve di grano per sette anni.

Un altro famoso aneddoto dal mondo antico è la storia del filosofo Talete, riferita da Aristotele (Politica, 1): secondo quest'ultimo, Talete, uno dei sette savi dell'Antichità, riuscì con una sorta di oroscopo a prevedere un eccezionale raccolto di olive per quella stagione, e decise quindi di proporre il seguente affare ai proprietari dei frantoi della sua città: questi ultimi avrebbero concesso a Talete il diritto di utilizzare i propri frantoi nella stagione del raccolto, di lì a qualche mese, ricevendo immediatamente l'affitto previsto per una stagione di

medio raccolto. Si tratta quindi di un contatto derivato il cui sottostante è l'affitto dei frantoi, un servizio come diremmo oggi.

Talete riuscì a stipulare questo accordo proprio perché la somma degli affitti era pagata sul momento e quindi considerata conveniente dai proprietari: se, al tempo del raccolto, la stagione si fosse rivelata molto povera di olive, certamente Talete avrebbe rinunciato alla sua concessione sull'uso dei frantoi, da lui acquistato per quella stagione, perdendo quindi tutto il denaro investito.

Ma se, come Aristotele riferisce che accadde, al tempo del raccolto la stagione si fosse rivelata molto ricca di olive, certamente Talete avrebbe utilizzato il diritto concessogli dai proprietari dei frantoi, e potuto imporre prezzi molto alti per l'uso dei frantoi, in quanto la domanda sarebbe stata molta.

Se per Aristotele la morale della storia è che un filosofo spesso ritratto con la testa fra le nuvole³ sia in realtà in grado di trarre profitto dalla propria sapienza se lo vuole (anche se generalmente non lo vuole), questo episodio a noi interessa in quanto descrive la prima opzione reale call⁴ (probabilmente americana dato che il periodo del raccolto non era noto con precisione) della storia.

In entrambi questi due aneddoti è importante sottolineare come sia la conoscenza di avvenimenti futuri, e quindi l'eliminazione dell'incertezza e del rischio, a essere alla base del profitto ricavato dalla contrattazione di queste "opzioni ante-litteram".

Altri esempi ci vengono dalla storia più recente: derivati sul riso (tecnicamente opzioni call finanziarie su un sottostante di tipo commodity) erano vendute nel Giappone del XVII secolo⁵, ed è celebre lo scambio di prodotti derivati, sempre opzioni, sui bulbi di tulipani, un vero e proprio genere di lusso, nella prima metà del '600 nei Paesi Bassi, il cui scambio incontrollato ha dato luogo a una bolla speculativa disastrosa.

Come molte commodity, anche i bulbi di tulipani erano infatti soggetti ai fenomeni meteorologici ed ecologici della stagionalità, e quindi gli olandesi cominciarono a vendere e

³ E' noto l'aneddoto, narrato da Platone (Teeteto, 174a), di Talete che per guardare le stelle cade in un pozzo e viene deriso da una schiava tracia.

⁴ Cfr. il paragrafo seguente per questa terminologia.

⁵ Cfr. Brach M.A. *Real options in practice*, Wiley, Hoboken, 2003.

comprare opzioni put sui bulbi di tulipani, contribuendo a gonfiare la bolla speculativa che esplose nel 1637, dando origine a uno dei primi crack finanziari documentati della storia⁶.

A partire dal XIX secolo i derivati fecero la loro comparsa nei mercati regolamentati, come quello statunitense: il Chicago Board of Trade aprì nel 1848 e iniziò a scambiare *future* ed opzioni a partire dagli anni '70 del XIX secolo.

Il mercato delle opzioni equity esplose tuttavia un secolo appresso, a principio degli anni '70 del '900, precisamente nel 1973: inizialmente furono vendute opzioni soltanto per l'acquisto di sottostante, ma dal 1977 il mercato iniziò scambiare anche opzioni che offrivano il diritto di vendere il sottostante, e che quindi potevano essere impiegate a fini non di copertura ma di speculazione.

In quello stesso anno veniva pubblicato l'articolo di Fischer Black e Myron Scholes⁷ nel quale i due economisti proponevano un modello matematico per le opzioni europee ma soprattutto una formula, basata sul presupposto che il movimento del mercato sottostante fosse browniano, per il prezzo teorico di una opzione.

Il lavoro di Black e Scholes fu completato, specie sotto il profilo della giustificazione matematica, da Robert Merton⁸, che fu quindi insignito del premio Nobel nel 1997 per questa teoria assieme a Scholes (Black era morto due anni prima).

Va detto che i prodromi dell'applicazione del moto browniano a questioni di finanza si trovano già nella tesi di dottorato pubblicata nell'anno 1900 da Louis Bachelier⁹, che per primo propose un modello per il movimento del mercato azionario basato su una equazione stocastica, nel quale fra l'altro scoprì per primo (cinque anni prima di Albert Einstein che è accreditato per aver dato la prima descrizione matematica coerente del moto browniano) il legame fra il moto browniano, i processi stocastici e l'equazione del calore.

⁶ Cfr. Kindleberger C.P., Aliber R.Z. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, Houndmills-Basingstoke, 2011.

⁷ Cfr. Black F., Scholes M. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy 81 (1973):637.

⁸ Cfr. Merton R.C. *Theory of Rational Option Pricing*, Bell Journal of Economics and Management Science 4 (1973):141.

⁹ Bachelier L., *Théorie de la Spéculation*, Paris, 1900.

Il modello “log-normale” per i prezzi delle azioni fu introdotto, tenendo presente la teoria di Bachelier e modificando il suo approccio, da Paul Samuelson¹⁰, fornendo la base per la teoria di Black-Scholes.

La formula di Black-Scholes, e le sue successive variazioni, influenzò pesantemente il mondo dei prodotti derivati, in quanto offriva uno strumento, sebbene teorico, esatto per la valutazione del prezzo di uno strumento derivato.

Oggi la formula è considerata di portata limitata nella pratica in quanto fa riferimento a una tipologia molto semplice di opzione e in quanto presuppone una distribuzione normale per il mercato sottostante, tuttavia i modelli più avanzati in uso nella pratica e studiati nella teoria hanno sempre come caso particolare e fondamentale il modello di Black-Scholes.

Negli anni '70 non ci fu soltanto l'espansione del mercato delle opzioni finanziarie, ma si considerò l'opportunità di scambiare altri asset, aprendo in questo modo la strada alla teoria, e soprattutto alla pratica, dello scambio e compravendita di prodotti derivati, come meglio sarà dettagliato nei prossimi paragrafi.

L'espansione di questo mercato fu notevole fra gli anni '90 e gli anni 2000, sia per quanto riguarda il volume di scambi che la tipologia di prodotti: chi vendeva prodotti finanziari, come le banche ma non solo, iniziò a inserire sempre di più prodotti derivati nei propri portafogli e soprattutto nei propri prodotti strutturati poi offerti alla clientela, non solo corporate ma anche retail, spesso senza sottolinearne il rischio, la funzione ed i dettagli della contrattualizzazione.

La crisi del 2008, che ha interessato per anni i mercati finanziari e le economie di moltissimi paesi e colpito in modo severo anche l'Italia, è stata spesso legata al mercato dei derivati, e in effetti prodotti di questo tipo furono creati utilizzando mutui ad alto rischio negli Stati Uniti tramite meccanismi di cartolarizzazione¹¹, col risultato che il valore di questi prodotti crollò quando il valore dei prezzi delle case si abbassò.

Naturalmente una crisi economica di questa portata e diffusione non può ammettere un'unica causa ma piuttosto un “concorso di cause” e una quantità di fattori scatenanti, tuttavia nell'immaginario collettivo i prodotti derivati sono non soltanto balzati agli onori delle cronache ma si sono anche creati una pessima fama.

¹⁰Cfr. Samuelson P. *Rational theory of warrant pricing*, Industrial Management Review, 6 (Spring, 1965), 13 – 32.

¹¹Cfr. Hull, *cit.*

Come vedremo, e come è ragionevole supporre, trattandosi di strumenti è difficile considerarli positivi o negativi in assoluto, piuttosto è rilevante l'uso che se ne fa ai fini delle conseguenze che può avere il loro acquisto o la loro vendita.

1.2 Esempi di prodotti derivati

Abbiamo citato nel paragrafo precedente alcuni importanti esempi di prodotti derivati: li analizziamo qui in maggiore dettaglio nella loro struttura finanziaria, senza entrare nelle complessità contrattuali e limitandoci alle categorie utili ai fini esemplificativi che questo paragrafo si propone.

Contratti Forward

Come abbiamo specificato nel paragrafo precedente, un contratto forward è un accordo nel quale una delle due parti decide, al momento della stipula, che in un momento futuro, e fissato all'atto della stipula, acquisterà o venderà un bene per un prezzo fissato pure al momento della stipula.

Questo tipo di contratti sono stipulati senza intermediazione fra le due parti, per esempio due istituti di credito o più tipicamente un istituto di credito e un suo cliente, e ci si riferisce a chi vende questo contratto come al "trader" del contratto, che è tipicamente una delle due parti coinvolte.

Dei due contraenti, chi si impegna a comprare il bene si dice avere una *posizione lunga* (long position), mentre il contraente che si impegna a vendere il bene al prezzo prefissato si dice avere una *posizione corta* (short position)¹².

Per capire il valore di un forward è utile tenere presente la seguente terminologia standard¹³:

- Il prezzo di esercizio (delivery price), o *strike*, del forward è il prezzo fissato dal contratto al quale chi ha la posizione corta venderà il sottostante (e chi la posizione corta comprerà).

¹² Ibidem.

¹³ Ibidem.

- Il payoff di un forward (e di uno strumento finanziario in generale) è il suo valore nel tempo: per un forward di strike K e il cui valore dell'asset al tempo di esercizio sia S , il payoff di chi ha la posizione lunga è

$$P = S - K$$

Per chi ha la posizione corta è invece

$$P = K - S$$

Nella figura **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.** seguenti sono illustrati i diagrammi di questi payoff: notiamo che se il valore S_T del sottostante al tempo T di esercizio è *maggiore* dello strike K chi ha la posizione lunga trae un vantaggio, in quanto esercitando il contratto forward può ottenere il sottostante a un prezzo inferiore al prezzo di mercato: infatti il suo payoff è positivo.

Analogamente, e al contrario, chi detiene la posizione corta trarrà vantaggio dall'essere il valore del sottostante *minore* del valore dello strike, in quanto potrà vendere alla controparte a un prezzo maggiore di quello fornito dal mercato, e pertanto potrà comprare dal mercato e vendere alla controparte maturando un guadagno dato dal payoff stesso.

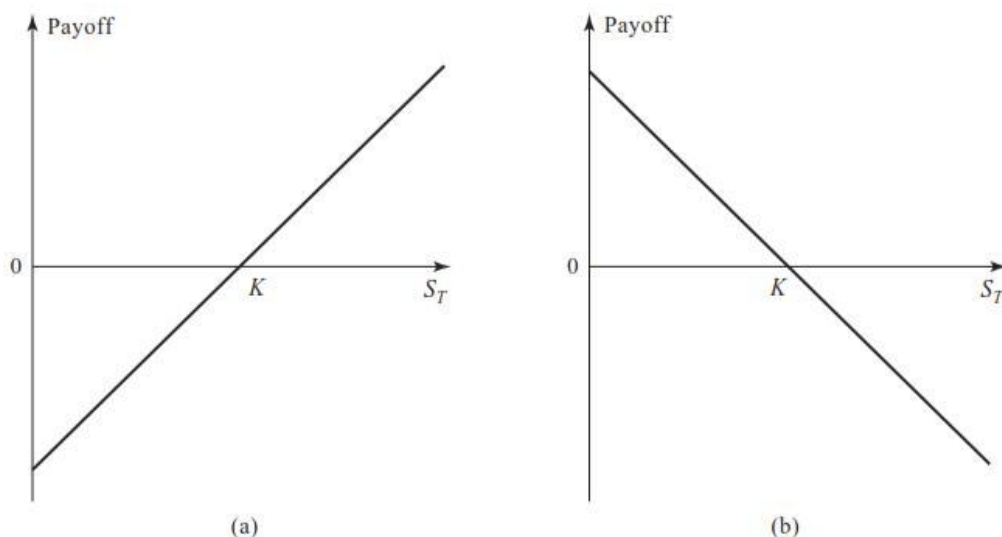


Figura 1. Payoff di un contratto forward rispetto alla posizione lunga (a) e corta (b), fonte: Hull, cit.

Contratti Future

Un future è completamente analogo a un forward dal punto di vista del meccanismo finanziario e contrattuale: la sola differenza è che mentre per stipulare un forward le due

controparsi si devono accordare “autonomamente”, con i relativi rischi di solvibilità che ne derivano, un future può essere comprato dal mercato.

Questo vuol dire che i future sono quotati sui mercati dove vengono scambiati, quindi hanno un prezzo che è soggetto alle leggi del mercato, laddove i forward non hanno un prezzo vero e proprio: in particolare, se aumenta il numero di future venduti con posizioni corte (cioè richiesti da clienti che vogliono avere la posizione lunga e quindi comprare) il prezzo dei future tende ad abbassarsi, mentre se sono più richiesti i future che offrono posizioni lunghe a chi li compra il prezzo tende ad alzarsi.

Ricordiamo che un contratto future prevede una data e un luogo di consegna del sottostante (che può essere anche una commodity come il petrolio) ma chi compra un future difficilmente vuole comprare o vendere il sottostante, piuttosto “liquida” il contratto prima della scadenza, stipulando un future opposto a quello da liquidare (quindi, nel caso della liquidazione di una posizione corta si stipula un future entrando in posizione lunga e viceversa).

Questo meccanismo, i cui dettagli saranno discussi più oltre, implica che i future sono prevalentemente utilizzati come strumenti speculativi.

Opzioni

Il termine “opzione” in finanza si riferisce a strumenti finanziari che offrono la possibilità di eseguire una operazione finanziaria per la quale, al momento della stipula del contratto di opzione, le informazioni non sono sufficienti a determinarne l’esito, tipicamente riferendosi al valore del sottostante a una data futura.

Pertanto, l’acquirente di una opzione, a differenza dell’acquirente di una obbligazione (e come la terminologia efficacemente suggerisce), compra oggi il *diritto* di poter effettuare una operazione finanziaria nel futuro, valutando sulla base delle condizioni economiche e finanziarie del momento.

E’ importante sottolineare che, al termine dell’opzione, nell’istante chiamato tecnicamente *expiry time*, il possessore dell’opzione può *esercitare* il diritto di finalizzare l’operazione finanziaria, ma non è tenuto a farlo.

In finanza si distinguono le seguenti tipologie di opzioni per quanto concerne la natura del contratto¹⁴:

- Opzioni *call*, che danno il diritto di comprare uno strumento finanziario in un istante futuro ma a un prezzo stipulato oggi (per esempio si vorrebbe poter comprare dei dollari pagandoli in euro per coprirsi del rischio di cambio).
- Opzioni *put*, che danno il diritto di vendere uno strumento finanziario in un istante futuro ma a un prezzo stipulato oggi (in questo caso più che attività di copertura l'opzione offre la possibilità di una attività speculativa).

Notiamo che queste due possibilità, combinate con le possibilità di comprare o vendere l'opzione, offrono quattro alternative possibili per entrare nel mercato delle opzioni:

- Comprare una call (si compra un diritto a comprare).
- Vendere una call (si vende un diritto a comprare).
- Comprare una put (si compra un diritto a vendere).
- Vendere una put (si vende un diritto a vendere).

Al solito diciamo che chi compra ha una posizione lunga e chi vende ha una posizione corta, e di quest'ultimo si dice anche che "scrive l'opzione".

Per quanto riguarda il periodo nel quale l'opzione si può esercitare ci sono invece due possibili "stili" per una opzione¹⁵:

- *Opzione europea*, che può essere esercitata soltanto nel momento dell'expiry time.
- *Opzione americana*, che può essere esercitata in un qualsiasi momento entro l'expiry time.

Ulteriore terminologia standard relativa alle opzioni, e in analogia con quella che abbiamo già introdotto per forward e future, è la seguente¹⁶:

- Il prezzo, o *premio*, dell'opzione è il costo di acquistarla, e teoricamente è il costo di copertura del rischio che si assume chi vende l'opzione: infatti se si vende una call si deve coprire il rischio di acquistare dal mercato il sottostante in un momento futuro per doverlo rivendere a un prezzo inferiore alla sua quotazione, mentre se si vende una

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ La classificazione prevede in realtà ulteriori stili, come le opzioni asiatiche, Parigine, Bermuda, Canarie, esotiche, etc.

¹⁶ Cfr. Hull, cit.

put si deve coprire il rischio di dover acquistare da chi ha comprato la put il sottostante in un momento futuro per doverlo rivendere sul mercato a un prezzo superiore alla sua quotazione.

- Il prezzo di esercizio, o *strike*, dell'opzione è il prezzo fissato dal contratto al quale il possessore dell'opzione può comprare o vendere il sottostante (secondo che si tratti di call o di put).
- Il payoff di una opzione è il suo valore nel tempo: per una call di strike K e il cui valore dell'asset al tempo di esercizio sia S il payoff è

$$C = \max(0, S - K)$$

Per una put è invece

$$P = \max(0, K - S)$$

- Una call si dice essere:
 - *in the money* se $S - K > 0$;
 - *at the money* se $S - K = 0$;
 - *out of the money* se $S - K < 0$.
- Una put si dice essere:
 - *in the money* se $K - S > 0$;
 - *at the money* se $K - S = 0$;
 - *out of the money* se $K - S < 0$.

Poiché possiamo combinare posizioni corte e lunghe e call e put, abbiamo quattro casi di payoff da illustrare per una opzione europea, che sono visualizzati nei diagrammi della seguente Figura 2.

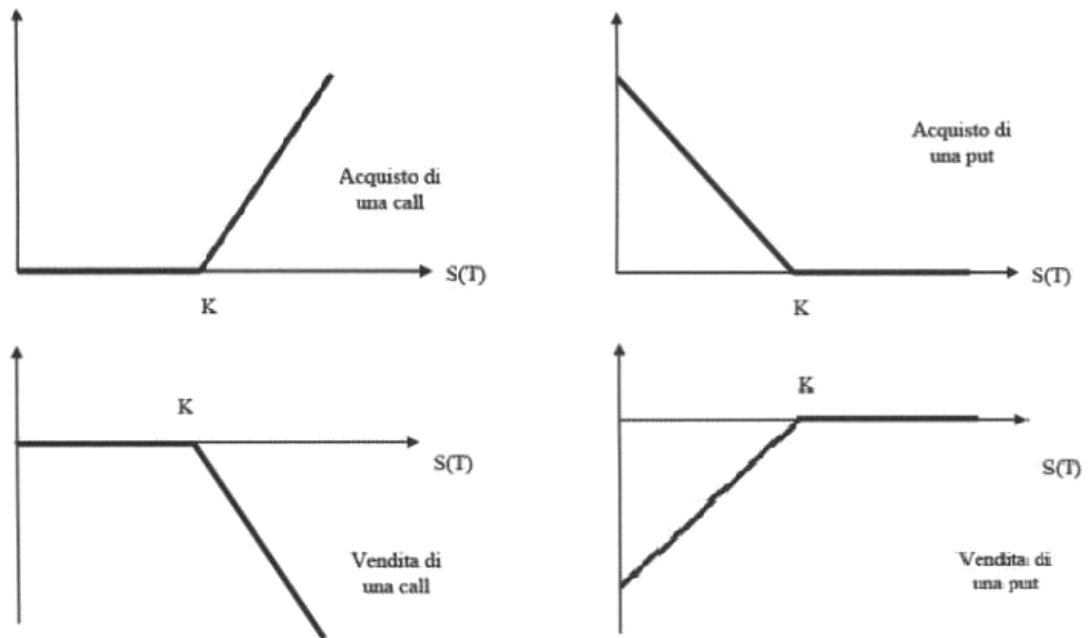


Figura 2. Differenti payoff per una opzione europea (fonte: Cesari R., *Introduzione alla finanza matematica*, Springer, 2009).

Nelle figure precedenti sono illustrati i diagrammi dei payoff per una call e una put alla data di expiry sia nel caso di una posizione lunga che nel caso di una posizione corta: come si vede il payoff “cambia segno” a seconda che la posizione che si assume su una stessa tipologia di contratto sia corta o lunga.

E’ anche importante notare che se il valore S del sottostante è *minore* dello strike K alla data di expiry, allora una call è out of the money e quindi non è conveniente esercitarla, il che vuol dire che chi l’ha acquistata ha perso l’importo corrispondente alla call senza ottenere alcun beneficio, e chi l’ha venduta ha, viceversa, ottenuto il premio della call senza dover svolgere alcuna attività.

Analogamente, e contrariamente, se il valore del sottostante S è *maggiore* dello strike K alla data di expiry, allora una put è out of the money e quindi non è conveniente esercitarla, il che vuol dire che chi l’ha acquistata ha perso l’importo corrispondente alla put senza ottenere alcun beneficio, etc.

In ogni caso, si noti anche che, se una opzione è in the money al momento dell’expiry, potrebbe non essere conveniente esercitarla: infatti dobbiamo sottrarre comunque il costo iniziale dell’opzione, e solo se questo netto è positivo allora si avrà un profitto dall’aver esercitato l’opzione.

Le opzioni finanziarie sono a pieno titolo dei prodotti derivati in quanto hanno come oggetto un prodotto finanziario “sottostante” sul quale il contratto di opzione viene stipulato (e il cui prezzo al momento dell’esercizio viene confrontato con lo strike dell’opzione per decidere se esercitarla o meno)¹⁷.

Ma, ovviamente, una opzione potrebbe essere stata stipulata contrattualmente in modo da prevedere come sottostante un qualsiasi tipo di bene o servizio, non necessariamente uno strumento finanziario: in effetti, il concetto di opzione, prescinde dalla natura del sottostante e definisce semplicemente l’acquisto della possibilità di fare qualcosa nel futuro, pagando qualcuno per accollarsene gli eventuali rischi.

Il *valore* dell’opzione a un dato momento è il prezzo *fair* al quale l’opzione può essere venduta e acquistata: la teoria dell’*option pricing* offre una serie di metodi quantitativi, basati sulla teoria probabilistica e sulle applicazioni informatiche di questa, che consentono di calcolare il valore di una opzione¹⁸.

Si tratta di una teoria complessa e ramificata, che offre numerosi modelli, alcuni dei quali basati su formule “chiuse” (cioè calcolabili in modo esatto) o su approssimazioni, ma in ogni caso il suo obiettivo è fornire degli algoritmi per calcolare il valore di una opzione in qualsiasi istante, per esempio all’istante in cui il contratto viene scritto: ci occuperemo delle tecniche di valutazione nel prossimo capitolo.

Come abbiamo visto nel primo paragrafo, il concetto di opzione in quanto tale è dunque molto antico, ed in effetti il termine “opzione” deve la sua etimologia al francese medievale, cui proveniva dal latino “optio”, il cui significato è ovviamente lo stesso del termine italiano “opzione” (non inteso in senso finanziario ma in senso generico)¹⁹.

1.3 Tipologie di prodotti e mercati corrispondenti

Le tipologie esemplificate nel paragrafo precedente offrono una vista sui tipi più semplici, comuni e datati di prodotti derivati: nel corso degli anni gli istituti di credito hanno diversificato e ampliato l’offerta di derivati, includendo tipi sofisticate di opzioni (le

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ Un riferimento standard è Hull, *cit.*, orientato alla finanza; di contenuto più matematico il testo di Cesari R., *Introduzione alla finanza matematica*, Springer, 2009.

¹⁹ Cfr. Brach, *cit.*

cosiddette “opzioni esotiche”) che comportano non soltanto condizioni e quindi payoff più complessi, ma anche piani cedolari, etc.

Questa “esplosione” di diverse tipologie di prodotti derivati testimonia il loro successo sui mercati e anche nelle transazioni private: i motivi di questo successo e della susseguente diversificazione si possono trovare nell’estrema flessibilità di questi prodotti e anche nella loro capacità di servire a scopi diversi, il che ne ha generato una grande liquidità. Infatti se si intende sottoscrivere un contratto derivato assumendo una qualsiasi posizione, corta o lunga, si troverà sicuramente un altro partecipante nel mercato disposto ad assumere la posizione “complementare”²⁰.

Si possono comunque distinguere grosso modo tre categorie di “trader” per i prodotti derivati, cioè di attori del mercato che li comprano o vendono²¹:

- *hedgers*, che fanno uso dei prodotti derivati per coprire un rischio, per esempio legato alle fluttuazioni di un tasso di cambio, del prezzo di una commodity, etc.
- *speculatori*, che usano i derivati per trarre profitto da una previsione dell’orientamento di un mercato finanziario.
- *Arbitraggisti*, che tentano di trarre profitto da posizioni diverse che insistono sullo stesso sottostante.

La terza categoria merita una osservazione: per *arbitraggio* in Finanza si intende la possibilità di trarre profitto da operazioni di mercato a costo zero. Questo sembra violare i principi fondamentali del mercato, ma non è impossibile.

Per esempio, uno stesso bene scambiato su due mercati diversi potrebbe avere valore leggermente diverso per effetto di un tasso di cambio: una azione potrebbe valere 10 euro e 12,2 dollari, al cambio euro/dollaro di 1,2244 (dunque 1,2244 dollari per un euro). Comprando quindi 1000 tali azioni sul mercato statunitense e contemporaneamente vendendole sul mercato europeo, avremmo un ricavo, espresso in dollari, di $-1000 \times 12,2 + 1000 \times 10 \times 1,2244 = -12.200 + 12.244 = 44$ dollari, senza alcun rischio.

Naturalmente i costi di transazione (che intervengono in ogni scambio sui mercati) annullerebbero questo guadagno ma su grande scala l’arbitraggio potrebbe fornire, ai soggetti in grado di acquistare ingenti quantità di un bene finanziario, ricavi a costo e rischio zero:

²⁰ Cfr. Hull, cit.

²¹ Ibidem.

tuttavia è anche utile osservare che i mercati tendono ad eliminare questa possibilità in modo “automatico”.

Per quanto riguarda gli hedger, il meccanismo della copertura consiste nell'uso dei derivati in primo luogo per neutralizzare le fluttuazioni dei prezzi di valute e tassi: per esempio, un contratto forward consente di coprire il rischio legato al tasso di cambio per un soggetto, come potrebbe essere una azienda, che sa che dovrà pagare un fornitore esterno fra sei mesi, e che quindi è esposta al tasso di cambio per quella data. Per coprire il rischio potrebbe comprare un forward entrando in una posizione lunga, e stabilire il tasso al quale la controparte che ha la posizione corta venderà la valuta estera al momento stabilito, indipendentemente dal valore di mercato.

Il trader con la posizione corta non è necessariamente un ente di credito, potrebbe essere una azienda che a quella data fatturerà una commessa sul mercato estero, e che quindi sa che incasserà una certa cifra in divisa straniera per quella data.

Naturalmente, il mercato potrebbe muoversi in modo da rendere non conveniente il forward al momento dell'expiry.

Le opzioni sono invece usate esattamente come delle assicurazioni: infatti in questo caso non è obbligatorio esercitarle, e se il movimento del mercato non rende conveniente farlo chi ha comprato l'opzione può decidere di non esercitarla, e pensare al premio pagato per comprarla come a una vera e propria assicurazione su un evento rischioso che poi non si è verificato. In generale ogni classe di rischio e ogni tipologia di asset da “proteggere” richiede una tipologia di derivati distinti: discutiamo qui due classi fondamentali di rischio che è importante tenere presenti nei capitoli successivi.

Una prima classe di rischi finanziari sono i rischi di mercato, che fanno riferimento alle fluttuazioni nelle variazioni dei prezzi degli asset sottostanti dei derivati stessi, che sono conseguenza delle normali dinamiche di mercato e che non sono considerati predicibili: grandezze come i tassi di interesse, di inflazione, o i valori di singoli titoli azionari (o anche di indici azionari), etc.

Naturalmente il rischio di mercato affligge sistematicamente i prodotti e gli asset finanziari: per esempio le riserve monetarie sono esposte al rischio di cambio e del tasso di inflazione, i fondi pensionistici sono esposti al rischio derivante dalle variazioni dei tassi di interesse e di inflazione, le azioni sono legate all'andamento delle aziende che le emettono,

etc. Si tratta comunque di rischi intrinseci e che non possono essere eliminati, sebbene possono essere mitigati.

Gli strumenti derivati, come abbiamo detto, consentono di coprire rischi derivanti dalle fluttuazioni dei sottostanti cui essi sono legati: in parte questi rischi possono essere assorbiti da una diversificazione nel proprio portafoglio di asset finanziari, per esempio un fondo pensionistico, che tipicamente raccoglierà una somma ingente da investire, potrà farlo, ma questo non è sempre possibile e in ogni caso non garantisce la copertura ma lascia sempre un margine di incertezza.

Invece, come abbiamo visto, un prodotto derivato usato da un hedger può coprire completamente il rischio senza lasciare incertezza alcuna al suo acquirente, che ovviamente dovrà pagare il premio del derivato per questo.

Un'altra importante classe di rischio che può essere coperta dai prodotti derivati è il rischio di credito: in questo caso il rischio è legato al fallimento di una delle controparti. In generale questo rischio riguarda sia la possibilità di fallimento che la dimensione della perdita generata dal fallimento stesso.

Esistono dei tipi di prodotti derivati che consentono di coprire il rischio di credito (ma anche di speculare per tramite di esso): in altre parole, il sottostante di questo tipo di derivati il merito creditizio di chi vende un asset, il che può voler dire una azienda ma anche uno stato sovrano, un fondo, un ente governativo, una banca, etc.

In questo modo, un soggetto che sia esposto al rischio di credito può proteggersi comprando da chi vende il derivato su credito, a fronte di un premio, una protezione economica che consiste sostanzialmente nell'assunzione del rischio da parte del venditore. La complessità di questo tipo di derivati è data in primo luogo dai diversi ruoli che vari soggetti assumono in essi²²:

- La reference entity, cioè il soggetto nei confronti del quale sussiste l'esposizione creditizia.
- Il protection seller, vale a dire la controparte che vende il derivato.
- Il protection buyer, cioè chi compra il derivato.
- Il calculation agent, che è una terza parte che si occupa di calcolare il valore effettivo del derivato.

²² Ibidem.

Una tipologia molto diffusa di derivato su credito è il CDS (Credit Default Swap) che, come dice il termine, offre copertura rispetto al possibile default di una azienda o ente che emette asset finanziari.

Il protection buyer, che possiede l'asset soggetto al rischio di credito in quanto emesso dalla reference entity, acquista col CDS il diritto di vendere, al protection seller che si assume l'onere di comprare, l'asset (per esempio una obbligazione) a un prezzo stabilito dal contratto derivato dopo che si verifichi l'eventuale evento di default, questo prezzo si chiama solitamente "nozionale".

Il premio di un CDS è parcellizzato in un piano di pagamenti periodici che il protection buyer fa al protection seller fino alla expiry del contratto o fino a che non avviene l'evento di default. Dunque un CDS è uno swap nel quale in realtà una delle due controparti scambia cedole periodiche contro una eventuale copertura a seguito di un evento possibile.

I CDS, e altri derivati su credito, costituiscono una importante fetta del mercato e uno strumento che va tuttavia utilizzato con le dovute cautele dagli hedgers.

I trader che invece hanno una attitudine speculativa possono utilizzare i future: per esempio, se un soggetto ritiene che il valore di un asset finanziario sia destinato a salire, oltre all'ovvia strada di acquistare quote dell'asset potrebbe comprare dei future.

Per esempio, se siamo convinti che il prezzo del petrolio salirà da 70 euro al barile a 80 euro al barile nei prossimi sei mesi, potremmo comprare 1.000 barili di petrolio e rivenderli fra sei mesi con un profitto di 10.000 euro al netto dei costi di transazione. Ovviamente comprare e vendere barili di petrolio comporta una serie di difficoltà pratiche e logistiche, e i future consentono di ovviare a tutto questo.

Infatti potremmo comprare dei future sul petrolio, supponiamo siano quotati a 72 euro al barile: il vantaggio del future è che si tratta di un prodotto finanziario e anche che l'investimento per comprarlo non comporta inizialmente il versamento dell'intero valore (come avverrebbe comprando ora i barili) ma solo una parte, il che avrebbe anche il vantaggio di non richiedere una grande liquidità per fare la speculazione.

Naturalmente, se la previsione che ha portato alla speculazione è errata, e quindi il movimento del mercato del sottostante non è quello atteso, il future comporterà una perdita proporzionale alla quota di sottostante acquistata, una perdita notevole dunque.

Una alternativa per la speculazione è utilizzare le opzioni: in questo caso la perdita ammonta al premio pagato per l'opzione, non alla quota nominale del sottostante, e quindi è sicuramente più contenuta: di contro, il guadagno, se la previsione che ha dato luogo alla speculazione è corretta, può essere anche un ordine di grandezza maggiore di quello che si sarebbe ottenuto comprando direttamente il sottostante al suo prezzo più alto.

Da questa discussione, che potrebbe dettagliarsi maggiormente, segue che i prodotti derivati possono essere utilizzati per scopi diversi e con livelli di rischio diversi. Segue anche che le tipologie di trader possono essere molto eterogenee, da singoli investitori che si affidano a broker, a istituti finanziari, a enti pubblici, etc.

La presenza di derivati nei prodotti strutturati che sono offerti alla clientela corporate o anche retail può essere combinata in un modo che non rende chiaro l'uso che se ne sta facendo, per esempio se di copertura o di speculazione: i mercati di riferimento sono così variegati e liquidi che è possibile praticamente entrare in una qualsiasi posizione sul mercato per le classi di sottostanti particolarmente diffusi (valute, commodities, azioni, tassi, etc.).

1.4 Rischi e opportunità nell'uso dei derivati

Dalla discussione fin qui svolta è chiaro che i derivati costituiscono uno strumento versatile e potente tramite il quale è possibile assolvere a diversi compiti: in quanto tali, e in virtù della loro diffusione e della liquidità conseguente del loro mercato, è anche chiaro che il loro uso non consapevole, o poco avvertito, espone a rischi notevoli.

In particolare è facile travisare l'uso dei prodotti derivati, nel senso che anche se si acquistano con finalità di copertura o arbitraggio, possono finire per divenire strumenti speculativi che, come abbiamo visto, espongono a rischi molto elevati per la possibilità di ingenti perdite. Un esempio interessante e in qualche modo emblematico è relativo a un trader di Société Générale che aveva ricevuto il compito di scandagliare le possibilità di arbitraggio sui mercati azionari: e in effetti la sua attività comportava la compravendita di indici azionari europei, come l'Euro Stoxx 50²³.

I prezzi dei future su questi indici azionari possono non essere completamente consistenti con i prezzi delle singole azioni che concorrono a formare l'indice, e quindi è possibile individuare degli arbitraggi che un istituto di credito, che ha la capacità di investire

²³ Riportato da Hull, cit.

somme ingenti, può tentare di sfruttare. Ma nel caso citato, il trader utilizzò la sua capacità di comprare e vendere indici, con le risorse della banca, per azioni speculative, che mascherava con finti “trade”.

Il risultato fu che quando nel 2008 la banca scoprì queste attività le posizioni scoperte da lui accumulate ammontavano a decine di miliardi di euro, che furono sanate dalla banca a cominciare da una prima tranche che generò quasi 5 miliardi di euro di perdita e, in effetti, si trattò della maggiore truffa finanziaria causata da azioni fraudolente di singoli nella storia della finanza, fino ad allora: negli anni seguenti molte altre situazioni analoghe vennero alla luce²⁴.

Naturalmente sarebbe stato possibile prevenire questi scoperti finanziari, generati nel corso di diverso tempo, se le banche avessero operato dei controlli sull'attività dei propri trader e in generale sulle proprie attività sui mercati dei derivati: controlli e limitazioni sono fra le misure tipiche del risk management, la disciplina che si occupa di pianificare, eseguire e gestire i piani dei rischi associati alle attività produttive, per esempio alle attività finanziarie svolte da un istituto di credito.

Anche perché il rischio non deriva necessariamente da una attività fraudolenta e dolosa, ma anche da comportamenti imprudenti che, nella più totale buona fede, possono creare danni analoghi a quelli delle frodi: è stato spesso scritto che la recente e grave crisi economica del 2008 ha avuto origine nella sottovalutazione di rischi legati al mercato dei mutui statunitensi.

Al di là delle cause che possono scatenare un evento rischioso (che in sostanza è un possibile evento futuro il cui accadimento è legato ad informazioni e circostanze al momento non controllabili né prevedibili) la gestione del rischio legata ai derivati deve offrire la possibilità di mitigare questi rischi in base alla loro tipologia: in questo senso i derivati costituiscono più una opportunità che un rischio.

Infatti va ricordato che i derivati possono essere considerati strumenti di risk management essi stessi, nel senso che un loro uso appropriato può mitigare, se non annullare, gli effetti della rischiosità degli asset finanziari che non sono derivati. Ovviamente per farlo è necessario capire la classe di rischio che si vuole mitigare per mezzo dei derivati, e verificare che la rischiosità del derivato stesso non si scarichi sull'asset, amplificandone il rischio anziché mitigarlo.

²⁴ Ibidem.

Tornando alla rischiosità dell'uso dei derivati, una prima osservazione che è possibile fare è che dei limiti al loro uso, nell'ottica di limitare il rischio complessivo, devono essere fissati dalle istituzioni che se ne avvalgono (ma anche da quelle che li emettono, in quanto poi devono onorare il contratto): in particolare una chiara e trasparente analisi dei profitti e delle perdite possibili va mantenuta aggiornata.

Il monitoraggio e il controllo sono sicuramente uno strumento fondamentale, e questo è vero per qualsiasi ambito nel quale si applichino le metodologie di risk management, non soltanto nel settore finanziario²⁵: ovviamente i trader nelle istituzioni finanziarie sono pagati per assumersi dei rischi nel tentativo di conseguire i risultati che sono loro richiesti, tuttavia i volumi delle posizioni che si prendono devono essere monitorati e soggetti a limitazioni.

Un punto importante a questo proposito è di porre limitazioni sui rischi indipendentemente dal fatto che l'assunzione del rischio abbia condotto a un profitto piuttosto che a una perdita, altrimenti questa asimmetria incoraggerà comunque a non rispettare la limitazione. Inoltre le limitazioni non devono subire deroghe, nemmeno nei casi in cui le serie storiche dei profitti di un trader eccedano sensibilmente quelle delle perdite: per funzionare correttamente rispetto a monitoraggio e controllo, i limiti imposti devono essere invalicabili senza discriminare rispetto a casi particolari o situazioni contingenti.

Un'altra buona pratica di risk management per quanto riguarda la istituzioni finanziarie è anche la separazione fra i ruoli rispetto alle tre componenti che intervengono nella filiera di lavorazione delle posizioni dei derivati (e delle altre posizioni finanziarie):

- Front office, dove lavorano i trader che agiscono direttamente sui vari mercati, prendendo posizioni, etc.
- Middle office, che si occupa del risk management e in particolare del monitoraggio dei rischi presi nel front office.
- Back office, dove le posizioni lavorate dai trader e validate dai risk manager vengono contabilizzate.

Quello che generalmente si raccomanda²⁶ è una separazione fisica delle persone che lavorano in queste tre diverse funzioni e anche una segregazione delle carriere: per esempio un celebre “disastro finanziario”, quello che ha coinvolto la banca inglese Baring portandola

²⁵ Cfr. Change D.M., Brooks R., *Introduction to Derivatives and Risk Management*, South-Western, Cengage Learning, Mason, 2007.

²⁶ Cfr. Change, Brooks, *cit.*; anche Hull, *cit.*

al fallimento nel 1995 dopo duecento anni di attività, è sostanzialmente imputabile all'attività di un singolo trader, che aprì delle posizioni su future e opzioni sul sottostante Nikkei 225 in apparenza per coprire ma in realtà per speculare, essendo convinto del trend di questo titolo. Il risultato fu una perdita vicina al miliardo di dollari, che condusse la banca al fallimento²⁷.

Questo trader controllava sia il front office che il back office nella filiale di Singapore della Baring, e fu quindi in grado di contabilizzare i propri trade aggirando le indicazioni del middle office, cioè dei risk manager, prima che alla casa madre di Londra se ne accorgessero.

Anche nel caso precedentemente citato della Société Générale il trader che ha causato l'enorme perdita era transitato nel back office prima di divenire un trader nel front office, avendo dunque le conoscenze che gli consentivano di mascherare le proprie operazioni rischiose.

Ulteriori raccomandazioni che vengono indirizzate ai risk manager e al top management delle istituzioni finanziarie in merito al controllo dei rischi ma anche alla strategia di investimento, in modo che sia, per così dire, *safe by design*, sono quelle di:

- Non affidarsi ciecamente ai modelli matematici, e alle loro implementazioni nei sistemi informatici, che pure svolgono un ruolo fondamentale e rendono possibile il volume attuale di transazioni sui mercati mondiali;
- Non vendere ai propri clienti prodotti non appropriati al loro business o alla loro attitudine finanziaria: in effetti molti clienti possono intravedere possibilità di profitto laddove dovrebbero solo cercare copertura, ed è un compito delle istituzioni finanziarie non illuderli, né effettivamente truffarli, vendendo prodotti dei quali non comprendono la complessità o che non sono in grado di gestire.
- Non fare conto su facili profitti: questa sembra una raccomandazione così ovvia e scontata da non dover nemmeno essere formulata, e tuttavia ci sono esempi anche eclatanti che rendono necessario formularla, come per esempio le controparti della Enron, la compagnia energetica fallita nel 2001 con una clamorosa bancarotta fraudolenta, che hanno sottoscritto contratti vantaggiosissimi senza sospettare, o voler sospettare che alla base ci fossero le attività fraudolente della Enron²⁸.

²⁷ Riportato da Hull, cit.

²⁸ Ibidem.

- Non sottovalutare il rischio di liquidità: uno strumento in teoria adeguato a coprire un rischio o favorire una speculazione potrebbe non essere liquido sul mercato, il che lo renderebbe soggetto a forti sconti e diminuzioni di prezzo che ne potrebbero pregiudicare la vantaggiosità.

Questa lista non esaurisce le best practice che è necessario seguire per una efficace gestione del rischio derivante dall'acquisto o dalla scrittura di prodotti derivati: in generale la cattiva fama che questi prodotti si sono fatti in certi ambiti, e in certi periodi, dovrebbe essere addebitata all'uso improvvido che se ne è fatto più che alla struttura finanziaria dei prodotti stessi. Un ruolo fondamentale in questo lo devono svolgere anche le istituzioni e gli organismi di controllo, in special modo per quanto riguarda la trasparenza dei mercati.

1.5 Il mercato dei prodotti derivati: panoramica generale

Come abbiamo visto nel primo paragrafo, l'idea di utilizzare prodotti derivati è tutt'altro che recente: tuttavia ciò che è realmente molto recente è la comparsa di mercati regolamentati dove i derivati possono essere scambiati.

I contratti forward sono in effetti molto diffusi nella pratica comune, e se ne possono trovare in ogni epoca, sostanzialmente ovunque ci siano stati commerci di una certa entità, sia nel mondo antico, che in quello medievale che nella prima età moderna. Tuttavia una vera e propria borsa dei derivati non si è avuta se non a partire dalla metà del XIX secolo.

Infatti fu nel 1848 che venne istituito il Chicago Board of Trade (CBOT): la città statunitense aveva visto negli anni precedenti un rapido sviluppo e affermazione come centro di smistamento e transito delle merci fra la cintura produttiva degli Stati Uniti centrali e le due coste²⁹: per esempio le aziende agricole inviavano il grano a Chicago per la vendita e la distribuzione lungo le linee ferroviarie e i grandi laghi.

Ma, come spesso capita con le commodity, la produzione del grano è soggetta a stagionalità, e il grosso degli arrivi a Chicago avvenivano verso la fine dell'estate e l'autunno e, dato che la città non poteva stoccarne così tanto, i prezzi sistematicamente calavano, per poi impennarsi dopo che le riserve erano state consumate.

Per controllare meglio scambi e prezzi fu fondato il Chicago Board of Trade, nel quale in breve si iniziò a scambiare contratti forward sul grano, che consentivano ai contadini di

²⁹ Cfr. Change, Brooks, *cit.*

inviare il grano in una data futura ma a un prezzo stabilito prima: in questo modo il grano veniva inviato alla data e al prezzo stabiliti dal contratto e non semplicemente alla fine della stagione del raccolto. Naturalmente gli speculatori trovarono immediatamente più conveniente comprare e vendere i contratti forward piuttosto che il grano in sé, tanto che la borsa dovette imporre delle regole per controllare queste transazioni, e nel 1920 una clearinghouse fu istituita per garantire le controparti sull'effettivo adempimento degli obblighi contrattuali³⁰.

Analogamente fu fondato nel 1874 il Chicago Mercantile Exchange che sarebbe divenuto il maggiore mercato mondiale dei future, e che infatti nel 2007 acquisì proprio il Chicago Board of Trade, divenendo il Chicago Mercantile Exchange Group, una singola entità sebbene le due borse che lo costituiscono continuino a mantenere nomi distinti³¹.

E' importante notare che il mercato dei future fu per moltissimo tempo un mercato di commodities: questo era infatti l'unico sottostante che vedeva gli investitori interessati a contratti forward e future. La situazione cambiò agli inizi degli anni '70, con la definitiva dismissione (de facto) degli accordi di Bretton-Woods.

Ricordiamo³² che questi erano stati stipulati a metà degli anni '40 dagli Alleati per preparare il terreno alla ricostruzione economica seguente la Seconda guerra mondiale, a partire dalla politica monetaria: al termine della conferenza gli accordi prevedevano l'introduzione del dollaro come moneta di riferimento, con un cambio fisso in oro. Questa situazione terminò nel 1971 quando gli Stati Uniti decisero unilateralmente di interrompere la convertibilità del dollaro in oro, inaugurando un sistema di tassi di cambio variabili.

Un nuovo sottostante fu introdotto nei mercati, vale a dire il tasso di cambio fra le varie monete delle economie occidentali, e infatti nel 1972 fu istituito un mercato monetario, in seno al Chicago Mercantile Exchange, specializzato nelle transazioni di future e forward sulle valute estere. Il mercato dei future non era più legato al mondo delle commodities.

Anche i tassi di interesse si aggiunsero come possibili sottostanti, e nel 1977 i futures sui buoni del tesoro statunitensi videro la luce ed un enorme successo: i sottostanti di questo tipo divennero quelli principali, a discapito del grano che per 100 anni era stato il principale sottostante di questo tipo di contratti derivati.

³⁰ Cfr. Hull, *cit.*

³¹ Cfr. Change, Brooks, *cit.*

³² Cfr. Steil B., *La battaglia di Bretton Woods*, Donzelli, 2015.

Per quanto riguarda le opzioni, per buona parte del XX secolo esse non hanno avuto un vero e proprio mercato regolamentato: agli inizi del 1900 un gruppo di imprese assunse il nome di “Put and Call Brokers and Dealers Association” creò quello che si ritiene essere stato il primo mercato delle opzioni³³. L’obiettivo era di fornire un soggetto al quale potesse rivolgersi chiunque intendesse comprare una opzione, per metterlo in contatto con qualcuno intenzionato a scriverla, o in alternativa scriverla esso stesso.

Questa modalità di intermediazione privata, “over the counter” come si dice, era sicuramente efficiente ma presentava una serie di problemi: in primo luogo non consentiva di rivendere l’opzione prima dell’expiry, e quindi non consentiva lo sviluppo di un mercato liquido delle opzioni. Inoltre l’acquisto delle opzioni era esposto a un notevole rischio di credito, in quanto non c’era garanzia alcuna rispetto a un possibile default del venditore dell’opzione. Infine, i costi di transazione erano decisamente alti³⁴.

Il mercato delle opzioni continuò a soffrire di questi inconvenienti fino al 1973, anno nel quale il Chicago Board of Trade introdusse una nuova borsa, specificatamente dedicata alle opzioni, la Chicago Board Options Exchange (CBOE).

Inizialmente su questa borsa vennero scambiate solo call, le put furono introdotte nel 1977, e tuttavia la CBOE divenne immediatamente il mercato principale delle opzioni, il cui primo grande contributo fu di introdurre degli standard sia per la struttura temporale che per la struttura contrattuale delle opzioni scambiate, consentendo quindi di rivendere i contratti prima dell’expiry, proprio grazie alla standardizzazione, e rendere pertanto il mercato delle opzioni liquido.

Anche il secondo degli inconvenienti citati più sopra, il rischio di credito, fu mitigato dall’introduzione del CBOE, in quanto quest’ultimo creò una “clearing house” che garantiva i compratori che i venditori delle opzioni avrebbero onorato il contratto in caso di esercizio, offrendo quindi un vantaggio notevole rispetto alle transazioni over the counter, e rendendo appetibili le opzioni anche al pubblico più generale degli investitori e non soltanto agli investitori professionali e istituzionali.

Da allora, come naturale, le opzioni sono state scambiate anche sugli altri mercati, sia azionari che, soprattutto, sui mercati dei future che da lungo tempo erano fioriti, e il volume di scambi aumentò fino al 1987, quando la crisi innescata dal “black Monday” travolse i

³³ Cfr. Hull J.C., *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, 2008.

³⁴ Cfr. Change, Brooks, *cit.*

mercati internazionali e indusse negli anni seguenti molti investitori individuali a non utilizzare più le opzioni: soltanto nel 1997 il volume di scambi delle opzioni raggiunse i livelli pre-1987, per poi continuare a crescere³⁵.

Negli anni '80 e '90 molte compagnie ripresero a comprare derivati sul mercato over the counter, in particolare swap su tasso di interesse e tasso di cambio, per poter gestire efficacemente i propri rischi finanziari: malgrado questo le esponesse al rischio di credito, come abbiamo già spiegato, tuttavia nella maggior parte dei casi questo tipo di mercato funzionò e le aziende, spinte da questo successo, iniziarono a comprare anche altri tipi di contratti, come i forward (che pure sono trattati over the counter) e naturalmente le opzioni.

Va tuttavia osservato che il volume minimo di queste transazioni e il rischio di credito che comunque è sempre presente le mettono al di fuori della portata dei piccoli investitori, rendendole sostanzialmente appannaggio degli investitori istituzionali e delle grandi aziende.

Capitolo 2.

Mercati e regolamentazione prima della crisi

Nel primo capitolo abbiamo introdotto i derivati illustrandone anche la genesi e la struttura dei rispettivi mercati: in questo secondo capitolo ci occuperemo più da vicino degli aspetti normativi legati a questa tipologia di prodotti finanziari, concentrando l'attenzione sulla situazione prima della crisi finanziaria del 2008, in quanto questo importante e drammatico evento ha segnato in qualche modo un cambio di passo e consapevolezza nell'uso di strumenti derivati sia da parte dell'opinione pubblica, sia da parte degli operatori del mercato, sia da parte dei policy maker.

Appare qui utile elencare alcune caratteristiche generali della regolamentazione (o mancanza di regolamentazione) dei derivati prima della crisi, senza entrare nel dettaglio di uno specifico paese bensì menzionando i fatti fondamentali relativi ai meccanismi di mercato. L'accento sarà poi posto sui mercati regolamentati e sui mercati OTC, mettendo a confronto le caratteristiche, i profili di rischio, i meccanismi principali e gli impatti che questi diversi

³⁵ Ibidem.

mercati dei derivati hanno sulla finanza in generale: in particolare si analizzeranno pro e contro del mercato OTC, già introdotto nel capitolo precedente.

Successivamente, si intende soffermare l'attenzione sui derivati su credito, in quanto il rischio di credito è effettivamente al centro delle attenzioni normative, sia per il suo legame con il sistema economico che per l'importanza di questa classe di rischio nel mercato dei derivati in generale.

Infine, sarà svolta una breve digressione sulle cosiddette regole di Basilea, un insieme di provvedimenti (recepiti in Europa con varie direttive, la più recente delle quali è la Direttiva 2013/36/EU), che hanno un forte impatto sulla modalità operativa degli istituti di credito e finanziari, e che offrono una visione della prospettiva prudenziale rispetto alla finanza, legata in buona parte al rischio di credito. Da qui i significativi ridlessi sul mercato over the counter, come sarà argomentato in questo capitolo.

2.1 La regolamentazione dei derivati in epoca moderna

Abbiamo già delineato, nel precedente capitolo, una rapida e sintetica storia dei derivati e del loro uso fin da tempi assai remoti, e visto come un reale mercato dei derivati non sia sorto se non nel XIX secolo, negli Stati Uniti³⁶.

La richiesta degli investitori di strumenti a buon mercato di copertura e speculazione è sempre stata alta, e la convenienza del costo e i guadagni (in teoria) prospettati hanno sempre fatto passare in secondo piano considerazioni relative alle garanzie e alla sicurezza del prodotto finanziario che si acquista.

Altra caratteristica tipica la popolarità del mercato OTC, che in qualche modo offre semplificazioni e vantaggi: pertanto, anche dopo la fondazione, nei primi anni '70, del mercato regolamentato statunitense per i derivati, sempre a Chicago, un mercato parallelo è gradualmente emerso, gestito in primo luogo dalle banche.

³⁶La storia dei derivati è un argomento assai dibattuto nell'ambito della storia del pensiero economico e sociale: un primo riferimento, che abbiamo tenuto presente, è Weber E.J., *A Short History of Derivative Security Markets*, University of Western Australia, Business School, Discussion Paper 08.10, 2010, on line: https://ecompapers.biz.uwa.edu.au/paper/PDF%20of%20Discussion%20Papers/2008/08_10_Weber.pdf; per una panoramica ampia e sintetica, cfr. Kummer S., Pauletto C., *The History of Derivatives: A Few Milestones*, EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012, on line: https://www.seco.admin.ch/dam/seco/de/dokumente/Aussenwirtschaft/Wirtschaftsbeziehungen/Handel%20mit%20Dienstleistungen/Artikel_Studien/History_of_Derivatives.pdf.download.pdf/10%20The%20History%20of%20Derivatives%20-%20A%20Few%20Milestones.pdf.

La regolamentazione statunitense non è mai stata troppo pressante né onerosa: in particolare, è di interesse notare come i policy maker statunitensi (e non solo) ebbero un atteggiamento assai aperto nei confronti dei derivati, in linea con le politiche liberiste dei governi statunitensi degli anni '80 e dei primi anni '90, che si ispirarono anche a uno studio pubblicato nel 1993 dal Gruppo dei Trenta³⁷, formato da esperti e accademici, sulla gestione dei rischi dei prodotti derivati, e che fu utilizzato per giustificare l'idea che un largo e liberalizzato uso dei derivati non potesse in alcun modo indurre rischi sistemici nell'economia mondiale.

Alla luce di quanto detto, non stupisce che i mercati regolamentati siano sempre stati affiancati da mercati OTC, e, dal punto di vista dei volumi, abbiamo già notato come il mercato regolamentato sia in realtà minoritario rispetto a quello OTC: il trend di crescita è stato comunque esponenziale per entrambi fino all'avvento della crisi economica.

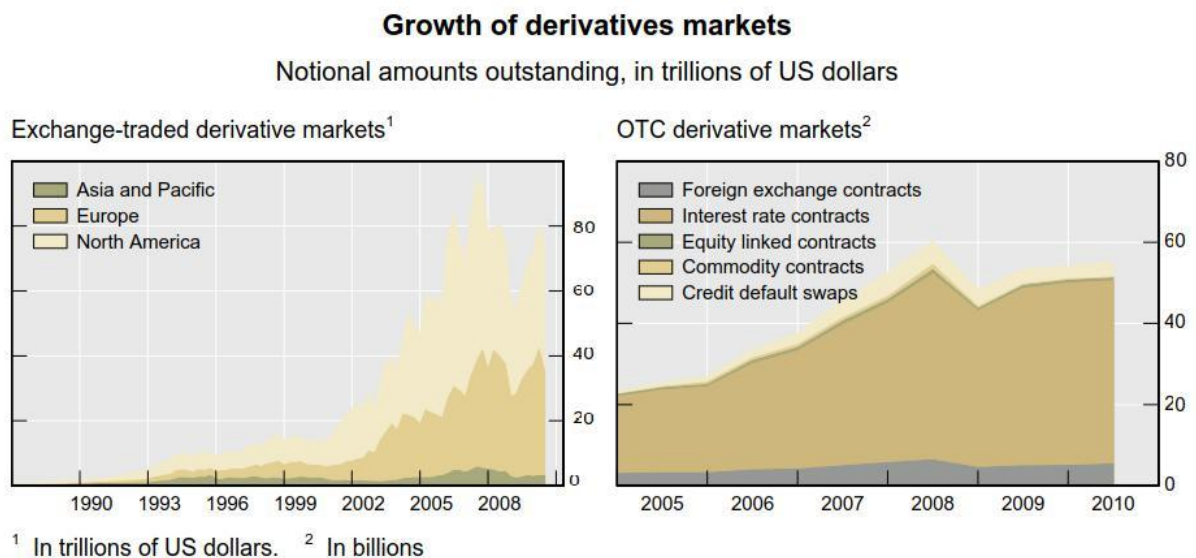


Figura 3. Fonte: Chiu M., *Derivatives markets, products and participants: an overview*, in *Proceedings of the workshop "Data requirements for monitoring derivative transactions"*, organised by the People's Bank of China and the Irving Fisher Committee, Zhengzhou, 27-29 September 2010, 2012, vol. 35, pp 3-11 from Bank for International Settlements.

Come abbiamo visto lo sviluppo dei derivati nell'ultimo trentennio del XX secolo, e nei primi anni del XXI secolo, è stato esponenziale, con la creazione di mercati, di nuovi prodotti e di nuove modalità di scambio: attualmente il mercato dei derivati è il più

³⁷ Cfr. Il sito ufficiale <http://www.group30.org/>.

importante mercato internazionale di strumenti finanziari, con un valore nozionale dei contratti globali scambiati nel mercato over the counter (e quindi non sulle borse) pari a oltre otto volte il PIL mondiale³⁸.

Per capire questo tasso di crescita, basterà pensare che, nel suo complesso, il mercato dei derivati è cresciuto, dal 1998 al 2013, del 784%, a fronte di una crescita del PIL del 142% (i dati sono su scala globale ovviamente)³⁹.

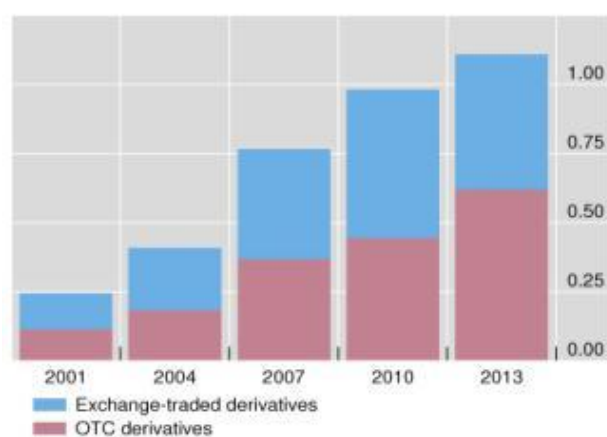
Sempre secondo queste statistiche, la maggior parte dei contratti derivati scambiati al mondo è sul mercato over the counter, all'incirca il 90%, e sia su questo mercato che su quello regolamentato (exchange traded) la maggior parte dei derivati sono stati scritti in modo da avere come sottostante un tasso di interesse.

Derivatives turnover in advanced and emerging markets¹

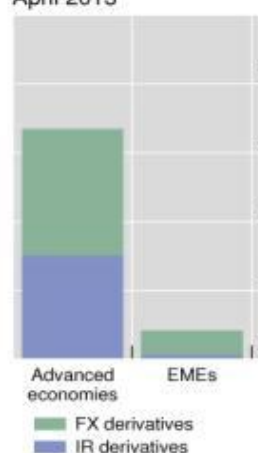
Daily average in April, in trillions of US dollars

Graph 1

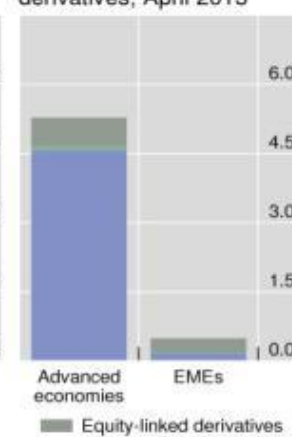
Derivatives turnover in emerging markets



OTC derivatives, April 2013



Exchange-traded derivatives, April 2013



¹ OTC derivatives are adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). OTC derivatives comprise FX derivatives and interest rate derivatives; exchange-traded derivatives comprise FX derivatives, interest rate derivatives and equity-linked derivatives. The Triennial Survey does not cover risk categories other than foreign exchange and interest rates.

Sources: Triennial Central Bank Survey; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; various futures and options exchanges.

© Bank for International Settlements

Figura 4. Mercato dei derivati OTC fino al 2013 (fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, <https://www.ibs.com>)

³⁸ Dati in proposito sul sito istituzionale della Banca dei Regolamenti Internazionali, cfr. https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm.

³⁹ Dati in proposito sul sito istituzionale della Banca dei Regolamenti Internazionali, cfr. https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm.

I contratti exchange traded, cioè regolamentati, sono sostanzialmente standardizzati e di tipologie ben definite, per garantire liquidità, e prevedono sempre la presenza di un garante istituzionale, la clearing house, che fa da intermediario fra chi scrive il contratto e chi lo compra per vigilare sull'ottemperanza al contratto stesso e la sua esigibilità: questo mitiga il rischio di controparte.

Sembrerebbe naturale che il principale scambio debba avvenire su questo mercato, come in sostanza è per gli altri strumenti finanziari che gli investitori e i vari attori del mercato comprano e vendono quotidianamente (azioni, obbligazioni, etc.).

A maggior ragione, nel caso dei derivati, essendo questi strumenti che consentono di “amplificare” la leva finanziaria al prezzo dell'assunzione di diversi rischi, che dettaglieremo più sotto, sembrerebbe ovvio che gli investitori si giovassero della copertura di un ente terzo e garante, e quindi li acquistassero sul mercato exchanged trade.

Tuttavia, le prospettive di una maggiore flessibilità e di minori costi di transazione hanno comunque orientato gli investitori a cercare contratti fuori dal mercato regolamentato: un fattore che ha probabilmente giocato a favore di questo è il fatto che i soggetti che scrivono e vendono questi contratti sono solitamente grandi istituti di credito, e quindi si ritiene questa una garanzia sufficiente a scongiurare il rischio di credito.

I derivati over the counter presentano infatti le caratteristiche di una maggiore flessibilità, a costo di una mancanza di standardizzazione e trasparenza, e riescono meglio a venire incontro alle esigenze di chi li compra, in quanto la controparte che li scrive non attinge da un contratto standard presente sul mercato ma ne scrive uno appositamente basato sulle esigenze del suo cliente: tipicamente gli istituti di credito svolgono questo ruolo. Questo non vuol dire tuttavia che i derivati OTC siano completamente eterogenei e fuori standard, anzi molti sono simili fra loro e si cerca il più possibile di far corrispondere le esigenze dei clienti con contratti già stipulati in passato.

Per questo motivo i derivati OTC costituiscono un mercato che ha la sua liquidità: in effetti è anche il volume di affari scambiati sul mercato OTC a contribuire alla liquidità, in quanto non soltanto abbiamo visto che questo mercato costituisce la maggior parte del mercato dei derivati a livello mondiale, ma anche perché vi partecipano grandi istituzioni di credito, come i gruppi bancari, gli hedge fund, etc. che solitamente scrivono contratti su nozioni importanti, laddove nel mercato exchange traded i partecipanti possono anche essere medio-piccoli e i nozioni dei derivati di minore entità.

Un esempio tipico di questo fenomeno è dato dal mercato degli interest rate swap (IRS), che costituisce uno dei mercati finanziari più grandi e più liquidi a livello globale⁴⁰. E' quindi molto facile, se si è acquistato un contratto IRS, “chiudere la posizione”, come si suole dire, cioè stipulare un contratto di segno opposto sul mercato (nel caso degli swap questo consiste nel trovare un contratto in cui le due “gambe” dello swap, vale a dire i due diversi tassi che si scambiano, sono invertite).

La vera caratteristica dei derivati OTC è che questi si risolvono in una unica transazione economica, cioè in una operazione finanziaria non frazionabile, laddove i contratti sul mercato exchange traded sono solitamente ottenuti come frammentazione di una unica operazione economica (per esempio acquisendo una parte delle quote, etc.).

In ogni caso, un derivato viene generalmente comprato con funzione di copertura e, anche se questo non accade, solitamente le parti coprono il rischio delle loro posizioni nel derivato comprandone uno di segno opposto prima della relativa scadenza.

Come abbiamo visto questo corrisponde all'uso di derivati per annullare il rischio di mercato, una delle ragioni d'essere di queste tipologie di contratto: naturalmente, anche in caso di copertura di questo tipo, volta a “pareggiare” il rischio relativo al diverso valore che le contrapposte prestazioni di un contratto derivato possono assumere nel tempo, il rischio di credito resta chiaramente presente per i derivati scambiati sul mercato OTC, il che implica che il valore del contratto spesso dipende in modo sostanziale dal rischio di controparte.

La tutela sui mercati OTC avviene anche tramite lo scambio di garanzie fra le controparti: per esempio, una opzione call ha un prezzo “teorico” che può essere facilmente calcolato tramite la teoria di Black-Scholes, o anche modelli più recenti nel caso di opzioni esotiche: ma questo prezzo “fair” difficilmente viene proposto al cliente. Oltre ai costi di transazione e di struttura, si aggiunge sempre uno “spread” proporzionale al livello di affidabilità della controparte.

Questo lega in modo sostanziale il mercato dei derivati OTC, da parte delle istituzioni finanziarie, alla questione del “rating”, della quale in tempi recenti molto si è discusso, e che è stata anche oggetto di analisi e regolamentazione da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali, tramite cosiddette regole di Basilea, sulle quali ci soffermeremo in appendice a questo capitolo.

⁴⁰ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm.

Oltre a questo si introducono garanzie aggiuntive a livello contrattuale: per esempio nei contratti IRS si aggiunge uno spread sui flussi di pagamento per la controparte con più rischio di credito (in mancanza di livelli adeguati di collateralizzazione).

Per tutti questi motivi, dal punto di vista giuridico, la funzione precipua che il derivato deve svolgere è parte fondamentale della eventuale valutazione dell'operato di una delle parti, compreso l'intermediario, in sede di giudizio: anche il contesto nel quale il contratto viene scritto e acquistato è parte integrante di questa analisi del singolo caso che è necessario condurre.

Un punto particolarmente problematico a questo proposito è la natura dei derivati come di contratti che si basano su eventi non predicibili, o comunque che dipendono da fattori macro-economici e sistemici che non possono essere imputabili ai sottoscrittori e agli intermediari: inoltre un derivato può in generale arrecare profitto o perdita a chi lo acquista (non sempre, come nel caso delle opzioni, tuttavia il premio dell'opzione viene comunque speso da chi la acquista), e quindi l'effetto sul derivato delle condizioni di mercato può essere sia positivo che negativo.

2.2 Mercati exchange-traded e mercati OTC

I mercati exchange-traded sono regolamentati a diversi livelli: da un lato ci sono le regolamentazioni legate alla legislazione (questo discorso prescinde dai singoli paesi, anche se i paesi che hanno emanato norme e regolamenti in proposito sono stati per primi i paesi anglosassoni), dall'alto gli stessi mercati si impongono delle regole e degli standard, per esempio negli Stati Uniti la Securities and Exchange Commission è l'ente principale che si occupa di normare il mercato delle opzioni⁴¹.

Si tratta di una agenzia federale che opera dal 1934 col compito di monitorare gli asset finanziari delle industrie, come obbligazioni, azioni, opzioni e fondi, col potere, inoltre, di promulgare regolamenti e disporre procedure, oltre che investigare sulle possibili violazioni e frodi da segnalare al dipartimento di giustizia⁴².

In Italia, il mercato dei derivati è controllato e normato dal Testo Unico della Finanza (che origina nel Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n.58 e successive modifiche, e dai

⁴¹ Cfr. Change, Brooks, *cit.*

⁴² Cfr. il sito istituzionale <https://www.sec.gov/>.

regolamenti emanati dalla Consob in merito a intermediari, mercati ed emittenti ⁴³). In particolare questa normativa parla di “*scambi organizzati di strumenti finanziari*”, una espressione che si riferisce “*all’insieme di regole e strutture (anche automatizzate) che consentono in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema*” ⁴⁴ .

Una definizione esplicita di contratto derivato è tuttavia assente dalla legislazione, il che, oltre a poter essere contestato in termini di copertura legislativa delle fattispecie possibili, va in realtà considerato un fatto “fisiologico” legato all’essere tali contratti emersi nella pratica finanziaria e soltanto in seguito “trasposti” nelle normative ⁴⁵ .

Tratteremo nel prossimo capitolo gli aspetti normativi legati alla nuova presa di consapevolezza, e richiesta di monitoraggio e controllo, introdotti in Italia (e in altri paesi) dopo l’insorgere della crisi economica: tuttavia è interessante notare già in questa sede come, a quanto emerge dai dati della Banca d’Italia ⁴⁶ , anche dopo la crisi la consapevolezza nell’uso di questi strumenti, che vuol dire essenzialmente averne compreso la complessità e le tipologie di rischio, rimane bassa negli investitori italiani.

Questo è un problema di “cultura finanziaria” degli investitori, che nessuna legge o regola finanziaria potrà risolvere e che appartiene piuttosto alla tematica dello sviluppo dei mercati e degli attori che vi partecipano: i clienti tendono a non approfondire i contratti che sono loro proposti, e difficilmente rifiutano ciò che non capiscono se viene promesso e motivato che questo può portare a una redditività nella sottoscrizione. E la situazione, in Italia, presenta ancora margini di miglioramento molto ampi se, come scrive la Banca d’Italia ⁴⁷ ,

⁴³ Cfr. http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998_in_vig_2018.pdf/0fe608b5-aa7b-41af-a0ca-2164f9471fe8.

⁴⁴ Cfr. Comunicazione Consob n.98097747 del 24-12-1998 attuativa dell’art.78 del TUF.

⁴⁵ Cfr. Pellegrini M., *Financial Derivatives. Regulation and Disputes in the Italian Legal Order*, Law and Economics Yearly Review 2 (2013), no.2, pp. 373-398.

⁴⁶ Cfr. Camera dei Deputati, Commissione Finanze, *Indagine conoscitiva degli strumenti finanziari derivati, testimonianza del vice direttore generale della Banca d’Italia Luigi Federico Signorini*, Roma 15 giugno 2015, on line sul sito istituzionale della Banca d’Italia: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf>.

⁴⁷ Cfr. Visco I., *Harnessing Financial education to spur entrepreneurship and innovation*, 3rd OECD/GFLEC Global Policy Research Symposium to Advance Financial Literacy, Paris, May 7 2015.

“Il raffronto tra le segnalazioni alla Centrale dei Rischi e le risposte all’Indagine sugli investimenti della Banca d’Italia evidenzia che solo metà delle imprese che utilizzano strumenti derivati risponde in modo affermativo alla domanda dell’Indagine, segno presumibilmente di una insufficiente consapevolezza.”

In merito ai mercati over the counter, è stato scritto che in questo caso la regolamentazione pretende di regolamentare l’invisibile⁴⁸.

Questo non è completamente vero in quanto, in ogni caso, una transazione ancorché privata fra due controparti è fiscalmente visibile e quindi soggetta ai normali controlli che possono rilevare la violazione di norme del diritto tributario ma anche dei regolamenti finanziari cui, per esempio, gli istituti di credito sono soggetti.

D’altra parte la possibilità di contrattare over the counter offre quelle caratteristiche che spesso la clientela, sia retail che corporate, cerca in un prodotto derivato o in uno strumento finanziario, principalmente la flessibilità e la possibilità di acquisire strumenti “su misura” per le proprie esigenze, che possono anche essere usati laddove strumenti tradizionali, come il credito erogato dalle banche, non possono fornire i servizi richiesti.

Ma, in generale, il dibattito sull’utilità e sulla possibilità di controllare il mercato OTC ha visto confrontarsi posizioni diverse e contrastanti: da un lato c’è chi ha messo in luce gli aspetti positivi dal punto di vista economico-finanziario, che sono⁴⁹

- Possibilità di migliorare la diversificazione degli investimenti: in particolare, senza il mercato OTC, diverse tipologie di strumenti semplicemente non esisterebbero, e quindi il paniere a disposizione degli investitori e delle aziende sarebbe notevolmente ristretto e quindi renderebbe più difficile differenziare i propri investimenti.
- Maggiore flessibilità offerta alle imprese, che possono stipulare contratti “su misura” per coprire i propri rischi o per accedere a risorse altrimenti difficili da ottenere con gli strumenti di credito tradizionali, sostanzialmente per gli stessi motivi esposti nel punto precedente.

⁴⁸ Cfr. Baker C., *Regulating the invisible: the case of OTC derivatives*, Notre Dame Law Review, 2010.

⁴⁹ Cfr. Duffie D., Li A., Lubke T., *Policy perspective on OTC derivatives market infrastructure*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 424, March 2010.

- Capacità di promuovere l'innovazione finanziaria: questo vuol dire che i mercati OTC riescono a “incubare” nuovi prodotti finanziari, e svolgono quindi una sorta di ruolo “pilota” rispetto ai mercati finanziari tradizionali per la sperimentazione di nuove fonti di investimento e copertura (ma anche di speculazione). In effetti un prodotto finanziario, pur essendo un bene immateriale, ha un ciclo di vita come qualsiasi altro prodotto, e quindi il suo sviluppo (inteso come progettazione, pricing e metodologia di gestione del rischio) ha un costo non indifferente: i mercati OTC consentono di sperimentare questi prodotti nella massima libertà.
- Miglioramento della capacità di credito delle banche che possono usare questi contratti invece di scambiare il sottostante, e quindi riescono a far accedere la clientela a contratti senza necessariamente avere la liquidità necessaria per comprare l'analoga quantità di sottostante (cfr. capitolo 1).
- Possibilità di benefici economici indiretti, per esempio il contributo alla creazione di posti di lavoro con maggiore qualificazione finanziaria, all'impiego di tecniche informatiche innovative, alla spinta alla ricerca e sviluppo, etc.

D'altra parte c'è chi ha espresso posizioni critiche in merito ai derivati scambiati sul mercato OTC, adducendo alcune ragioni quali⁵⁰

- Limitazione della trasparenza e information disclosure, in quanto i contratti sono scambiati sostanzialmente in trattativa privata senza che nessun ente istituzionale sia consultato, e non esistono quotazioni ufficiali per i contratti ad hoc realizzati per i vari clienti sul mercato OTC.
- Aumento del rischio sistemico per la creazione di una leva finanziaria eccessiva: l'effetto leva è tipicamente identificato nella possibilità di assumere posizioni corte allo scoperto, cioè senza avere effettivamente il capitale necessario a comprare al momento della stipula del contratto, sebbene l'acquisto sia da effettuarsi in un momento futuro. Questo impatta sul rischio sistemico in quanto il costo del fallimento di un soggetto investitore è solitamente inferiore del costo sociale che ne deriva a livello sistemico

⁵⁰ Cfr. Krippel A.J., *Regulatory overhaul of the OTC derivative markets: the costs, risks and politics*, SSRN Electronic Journal, March 2011, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1798025.

- Facilità di aggirare i regolamenti e le normative stipulando contratti “borderline”, in quanto gli importi, le scadenze (e in generale la term structure) oltre che i margini di garanzia di questi contratti non sono standardizzati. Un esempio tipico è il fallimento di Lehman Brothers: questa banca era molto attiva sul mercato OTC, con posizioni attive con oltre 8000 controparti⁵¹, sulle quali il regolatore non aveva una reale visibilità.

Per quanto riguarda il rischio sistemico, vale la pena di notare che i derivati scambiati sui mercati OTC sono considerati da più parti come responsabili del rischio sistemico dell’economia globale, rischio che è considerato alla base della grande crisi economica del 2008: naturalmente non è possibile addebitare direttamente ai derivati le ragioni della crisi, tuttavia le debolezze infrastrutturali del mercati OTC possono averne effettivamente promosso la diffusione e l’amplificazione⁵².

Naturalmente una posizione più equilibrata e lucida nel valutare quel che è successo consiglia di guardare alla mancata applicazione di un corretto risk management, a una cattiva gestione della corporate governance e anche a una vigilanza poco attenta come alle cause effettive dell’origine e della diffusione delle crisi sistemiche: in particolare, per quanto riguarda il mercato dei derivati, una sottovalutazione dei rischi e un uso improprio di questi strumenti non sono stati stroncati sul nascere.

Appurate queste come le reali cause scatenanti, è sicuramente vero che la poca trasparenza e disclosure di informazioni nei mercati OTC ha fornito il terreno fertile per una diffusione di questi problemi a livello sistemico: sulle misure normative che gli organismi internazionali, e quelli nazionali di conseguenza, hanno adottato ci diffonderemo nel prossimo capitolo⁵³.

L’ultimo aspetto è di notevole importanza delle criticità del mercato OTC ai fini della regolamentazione: infatti, per sua natura, il mercato OTC è caratterizzato dall’asimmetria nelle informazioni, in quanto non c’è obbligo di information disclosure, e quindi le due parti possono stipulare contratti anche molto sofisticati e con profili di rischio alti senza effettivamente darne conto ad alcuno: a questo si aggiunga che le parti non hanno modo di

⁵¹ Cfr. Hull, *cit.*

⁵² Cfr. Krippel, *cit.*

⁵³ Su questo punto e in generale sulla discussione di questo paragrafo si è tenuto presente la 79^a relazione annuale della Banca per i Regolamenti Internazionali del 2009: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_7_it.pdf.

conoscere realmente l'esposizione dei potenziali contraenti, cioè non hanno modo di valutare il rischio di credito.

Tutto ciò, a sua volta, espone al rischio del "moral hazard", cioè in sostanza a comportamenti fraudolenti e opportunistici che nascondono informazioni cruciali per la controparte nel dover decidere se entrare nella posizione o meno, o semplicemente utili nel dover valutare se il prezzo del prodotto è equo o meno rispetto ai rischi che comporta, in particolare rischio di credito e rischio operativo.

Questi aspetti critici sono legati alle tipologie di rischio dei derivati, nel senso che questi rischi vengono amplificati sul mercato OTC.

Per esempi il rischio di controparte è sicuramente accentuato dall'essere i contratti scambiati sul mercato OTC puramente bilaterali, senza terze parti che si frappongano a garantire o verificare alcunché. Anche il rischio operativo è amplificato dal mercato OTC rispetto ai mercati regolamentati: infatti le attività che eseguono i flussi economici definiti nel contratto, oltre che la raccolta dati necessaria per verificare le condizioni che possono scatenare eventi pure rubricati nel contratto, sono soggette a errore operativo, sia umano che legato all'impiego di procedure automatiche.

Se un grande investitore sicuramente dispone di risorse, sia umane che strumentali, tali da minimizzare questo rischio, ciò non è sempre vero per le controparti che comprano sul mercato OTC, e i contenziosi spesso vedono la nomina di consulenti e periti.

Va anche notato che nel rischio operativo si annovera il rischio legale, cioè la complessità del prodotto, dovuta alla richiesta di flessibilità, implica anche una maggiore difficoltà nell'inquadrarne correttamente la natura giuridica e quindi nell'esigere in modo corretto l'adempimento del contratto stesso.

Gli istituti di credito e finanziari che scrivono contratti derivati da vendere sul mercato OTC spesso fungono anche da market maker, vale a dire pubblicano i prezzi dei derivati da loro scritti o acquistati in modo da costituire un riferimento per gli altri investitori: questo fra l'altro consente loro di assumere posizioni "secondarie" di copertura senza che il contratto originale sia ancora giunto a expiry.

Vedremo nel prossimo capitolo quali siano state le risposte normative a queste problematiche, sollecitate dalla crisi economica internazionale del 2008 e dal generarsi di una attenzione, nell'opinione pubblica, nei confronti di questo tipo di strumenti finanziari che ha convinto gli organismi sovranazionali, e a seguire i legislatori, a intervenire.

Un aspetto che forse è bene sottolineare per quanto riguarda i mercati OTC è anche la modalità con la quale vengono stipulati i contratti: come la sigla suggerisce, le controparti non si incontrano fisicamente ma comunicano tramite telefono o computer (o entrambi), scambiandosi dati, informazioni e concludendo la stipula per mezzo di sistemi elettronici: in effetti la fioritura di questo tipo di mercati è stata incrementata dalla comparsa delle tecnologie informatiche e telematiche, negli anni '70, che hanno consentito di porre a supporto dell'operatività dei mercati le infrastrutture di memorizzazione, calcolo e trasmissione dei dati necessarie⁵⁴.

2.3 I derivati su credito e i loro rischi

Una tipologia di prodotti derivati molto popolare nel mercato OTC sono i derivati su credito: abbiamo già accennato alla definizione di questo tipo di derivati, e in particolare della loro forma più popolare, i CDS.

Queste particolari tipologie di swap si sono diffuse a partire dalla seconda metà degli anni '90, e in breve hanno raggiunto una enorme liquidità: già nel 2000 il nozionale dei derivati su credito era di 800 miliardi di dollari, schizzato a 50.000 miliardi di dollari alla vigilia della crisi economica, nel 2007: quest'ultimo catastrofico evento ha fatto deflettere il mercato dei derivati su credito, e nel 2015 il nozionale globale di questi prodotti era sui 12.000 miliardi di dollari⁵⁵.

La popolarità di questi strumenti è indubbiamente legata al fatto che consentono di coprire il rischio di credito agli investitori, lasciando alle banche, e alle altre istituzioni finanziarie che scrivono questi contratti derivati, il compito di assorbire l'impatto dell'eventuale evento di default che costituisce il sottostante del contratto. Per farlo, le istituzioni finanziarie comprano a loro volta protezione per il rischio di credito, laddove, storicamente, le compagnie assicurative lo vendono.

Nel caso dei CDS il rischio che viene coperto acquistandone uno è il rischio di default di una determinata azienda: il meccanismo che consente di acquisire questa protezione, e pagare per essa in modo che chi la vende abbia la possibilità di coprirsi a sua volta, è illustrato nella figura seguente:

⁵⁴ Cfr. Hull, *cit.*

⁵⁵ Cfr. Hull, *cit.*

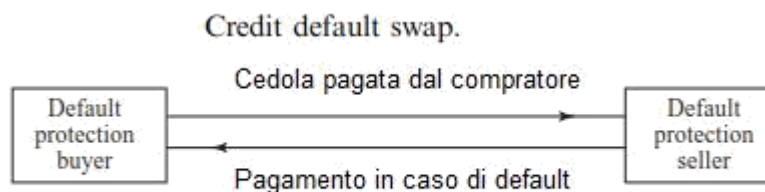


Figura 5. Schema di un CDS (fonte: Hull, *cit.*)

Chi compra il CDS, il “default protection buyer” corrisponde, secondo un piano cedolare, una percentuale del nozionale del contratto solitamente espressa in punti base (un centesimo di punto percentuale): il totale annuo, espresso in percentuale del nozionale, che il protection buyer corrisponde al protection seller è il cosiddetto *spread* del CDS⁵⁶.

Una caratteristica dei CDS che li distingue all’interno delle altre tipologie di derivati su credito è che si tratta di derivati “unfunded”, il che vuol dire che chi scrive il derivato non fornisce alcun deposito iniziale al compratore, cosa che invece accade nei derivati su credito “funded”, come i credit link note (CLN): questi ultimi hanno la caratteristica che chi li compra (il protection buyer) riceve da chi li scrive (il protection-seller) un pagamento al momento dell’acquisto, che corrisponde al prezzo del CLN⁵⁷.

Se l’evento legato al derivato (per esempio il default di una azienda, o anche il downgrading nel rating di una istituzione, etc.) non accade prima dell’expiry, il buyer rifonde il valore del derivato al seller; se invece il credit-event occorre prima dell’expiry, il derivato viene esercitato ma un importo minore del valore del derivato viene rifuso al protection seller dal protection buyer.

Dunque la differenza fra un derivato su credito funded e uno unfunded è che nel primo caso la protezione dal rischio di credito è offerta con un pagamento iniziale, e viene poi rimborsata al seller se l’evento di default non occorre, nel secondo caso la protezione viene data soltanto se l’evento si verifica, e solo in quel momento.

La grande popolarità dei derivati su credito “unfunded” (come i CDS) è dovuta al fatto che essi, in teoria, “isolano” il rischio di credito dalle altre tipologie di rischio: per capire

⁵⁶ Ibidem.

⁵⁷ Cfr. Choudhry M., *The Credit Default Swap Basis*, Bloomberg Press, New York, 2006.

questo punto, consideriamo per esempio una obbligazione emessa da una azienda; il suo valore è funzione sia del rischio di tasso che del rischio di credito, come pure del rischio di mercato in quanto il valore dell'obbligazione è legato alle fluttuazioni del titolo dell'azienda emittente sul mercato stesso. Un modo di eliminare il rischio di tasso è di combinare l'obbligazione con uno swap su tasso di interesse: il prodotto che ne risulta si chiama *asset swap* (infatti questo procedimento può essere attuato non solo nel caso delle obbligazioni ma di qualsiasi altro strumento finanziario legato a una azienda, come una azione, etc.).

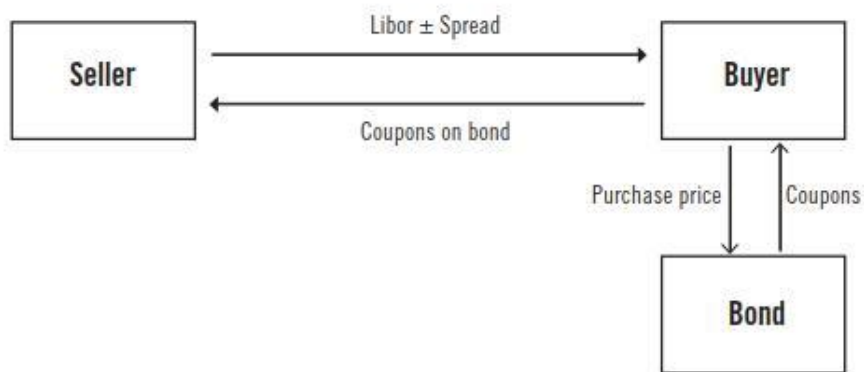


Figura 6. Struttura di un asset swap basato su un bond (fonte: Choudhry, cit.).

Un altro aspetto che è inglobato nei rischi di un tale asset è il finanziamento dello stesso: un derivato su credito unfunded consente di eliminare anche questo e lasciare unicamente il rischio di credito come reale sottostante del prodotto che ne risulta⁵⁸.

Si vede bene come venga molto naturale combinare diversi derivati in un unico prodotto anche partendo da un asset finanziario che derivato non è: in questo modo si individua ed enuclea esattamente la caratteristica della copertura (o della speculazione) che si vuole attuare col prodotto, ma si amplificano i rischi del prodotto stesso, che crescono al crescere della sua complessità.

E' anche evidente, a questo punto, che scambiare questo tipo di prodotti sul mercato OTC, come effettivamente avviene, espone alle opacità delle quotazioni, che dipendono da diversi fattori e che sono sostanzialmente decise dai protection-seller.

⁵⁸ Ibidem.

Per questo motivo gli investitori utilizzano indici su CDS piuttosto che singoli CDS: un esempio di tale indice è il iTraxx, che costituisce un insieme di indici sul credito che rendono gli investitori in grado di scambiare derivati su credito sia funded che unfunded potendoli confrontare con un benchmark⁵⁹. Questo indice ha diverse “versioni” ciascuna relativa a un mercato di riferimento (europeo, giapponese, coreano, etc.), mentre per gli Stati Uniti l’indice analogo si chiama CD-X: il motivo per cui questi indici possono essere considerati dei benchmark sta nella loro liquidità.

Dal punto di vista tecnico, la liquidità di uno strumento finanziario si misura dallo “spread bid ask”, cioè dalla differenza dei prezzi offerti e richiesti sul mercato per un medesimo prodotto, che per i CDS si misura nell’ordine delle decine di basis point, mentre per gli indici di credito si misura in unità di basis point⁶⁰.

Naturalmente questi indici comprendono numerosi sottostanti (sempre default di aziende o comunque eventi legati al downgrade, etc.) e quindi quando un evento di credito effettivamente si verifica, l’indice non viene chiuso, ovviamente, ma la componente relativa all’azienda che va in default viene in qualche modo decurtata (secondo meccanismi tecnici sui quali non ci soffermiamo⁶¹) e l’indice continua a essere quotato e scambiato.

A partire dalla crisi economica del 2008, si è diffusa la convinzione⁶² che i derivati su credito (sia singoli che indicizzati) siano da considerarsi particolarmente vulnerabili e che, dato anche il volume di scambi, possano contribuire al rischio sistemico, generando una sorta di “effetto domino”. Per esempio, si è argomentato che il fallimento di una istituzione finanziaria potrebbe portare a gravi perdite nelle sue controparti che hanno comprato da essa CDS, e quindi potrebbe causare ulteriori default, che impatterebbero su altri contratti CDS, e così via in una spirale inarrestabile di default⁶³.

In effetti, nel 2008 moltissimi derivati su credito smisero di essere scambiati sui mercati, mentre i CDS continuarono a essere scritti e acquistati, sebbene con dei costi di protezione molto più alti che in precedenza: il motivo è che i CDS sono semplici swap, con una struttura contrattuale semplice e nessuna formula realmente complessa come accade per altri tipi di derivati. Hanno inoltre un chiaro rapporto con il sottostante, a differenza dei

⁵⁹ Ibidem.

⁶⁰ Ibidem.

⁶¹ Ibidem.

⁶² Ibidem.

⁶³ Cfr. Hull, *cit.*

derivati creati dalle cartolarizzazioni dei mutui delle case la cui opacità è la vera fonte di rischio sistemico, poi drammaticamente verificatosi con la crisi del 2008.

Tuttavia un CDS si differenzia da uno swap su tasso o altro sottostante finanziario, come quelli fin qui discussi, commercializzato sul mercato OTC: questi ultimi infatti dipendono da variabili macroeconomiche, o altri valori creati direttamente dalle dinamiche di mercato, che sono quindi per definizione imprevedibili e comunque rispetto ai quali non esiste un rischio di asimmetria di informazione.

Invece lo spread di un CDS dipende in modo sostanziale dalla probabilità stimata che una certa azienda fallisca in un determinato intervallo di tempo: l'informazione sullo stato di salute o anche direttamente sulla probabilità di fallimento di una azienda non è simmetrica, nel senso che non è vero che tutti la ignorano allo stesso modo, ma invece qualche partecipante al mercato potrebbe avere informazioni aggiuntive, e cruciali, rispetto ad altri (per esempio ottenute in modo fraudolento, come nei casi di insider trading).

La crisi economica del 2008 ha messo in luce anche le mutue dipendenze fra aziende, i loro rating, banche e investitori singoli che sono inestricabilmente legati dai CDS scambiati sul mercato OTC: in particolare, l'assenza di una compensazione a livello centrale di questi contratti, unita alla globalizzazione dei mercati, ha nascosto in qualche modo il rischio sistemico in essi implicito.

Tutto questo ha messo in moto non soltanto l'opinione pubblica ma anche i policy maker e i regulator internazionali, che hanno infatti rivisto in modo sostanziale, e molto più prudentiale e conservativo, le regole e raccomandazioni internazionali in materia di rischio di credito, soprattutto nei confronti delle banche.

2.4 Vigilanza prudenziale e regole di Basilea

Concludiamo questo capitolo con una digressione rispetto al nostro tema principale, che offre una panoramica in merito a un importante insieme di regolamenti internazionali, indirizzati agli istituti di credito, che pongono l'accento soprattutto sulla prevenzione del rischio di credito, e che hanno impatti sui rapporti fra banche e aziende, e quindi che influenzano anche il mercato dei derivati su credito e la loro regolamentazione.

Un tema importante legato alle regolamentazioni cui accenneremo in questo paragrafo è quello del rating, in particolare delle considerazioni prudenziali che le banche sono tenute a

condurre prima di concedere credito, ma anche prima di scrivere contratti derivati da vendere, a soggetti che possono presentare un rischio di credito non banale: non avremo modo di entrare nei “tecnicismi” di questo meccanismo, ma è importante fornire il quadro generale nel quale la valutazione di questo rischio di credito avviene.

Fino agli anni '60 le banche erano organizzate secondo criteri geografici e il loro unico business era raccogliere depositi e prestare denaro: il direttore della filiale era responsabile di tutte le operazioni effettuate, dalla grande azienda al piccolo pensionato. Successivamente, le attività di concessione del credito e i servizi alle società vennero separati, questi ultimi gestiti da soggetti distinti dalle filiali: fu un primo passo verso la segmentazione dell'unico business “fare banca” in più linee di produzione.

Tutto questo ha portato a una serie di problemi nuovi relativamente alla misurazione delle performance reddituali, alla gestione dei rischi e all'allocazione delle risorse, per una gestione prudente della banca. Soprattutto, la frammentazione in linee di business autonome ha creato la necessità di misurare le performance per ciascuna linea.

Per quanto riguarda la gestione del rischio, i problemi si sono presentati due problemi:

- Identificare, misurare e raggruppare le diverse tipologie di rischio nelle differenti linee di business per poterle gestire in maniera aggregata.
- Prevenire il manifestarsi di attività illecite, che si è incrementato in seguito alla crescente integrazione dei mercati e per possibilità offerte dalle innovazioni tecnologiche e finanziarie.

Un altro tipo di rischio è quello operativo (operational risk) dovuto ad errori umani o tecnici, quindi un rischio non quantificabile. A tutto questo si aggiunge lo scenario di un mondo globalizzato e di mercati finanziari nei quali le transazioni sono ormai in tempo reale e numerosissime. Per le imprese il mondo della finanza si è dunque complicato a dismisura, aumentando certamente le possibilità di fare business ma al contempo facendo emergere nuove tipologie di rischio.

Va infine data la giusta importanza allo sviluppo del mercato interbancario: sebbene quest'ultimo offra uno strumento alle singole banche per fare fronte a eventuali momenti di crisi di liquidità, è per lo stesso motivo anche un canale di trasmissione del “contagio finanziario” che può ingenerarsi da una tale crisi, propagando l'insolvenza di una banca ad altre che hanno crediti nei suoi confronti sul mercato interbancario.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un comitato di autorità di vigilanza istituito verso la fine del 1974 dai governatori delle banche centrali dell'allora Gruppo dei Dieci (Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, cui si aggiunse la Svizzera e il Lussemburgo come paese associato) per rispondere all'esigenza di fronteggiare in modo compatto le criticità dei propri sistemi bancari nazionali, che comunque operavano sui mercati internazionali.

Una motivazione concreta fu la bancarotta della Herstatt Bank di Colonia, che nel 1974 fallì a causa delle sue incontrollate attività speculative sul cambio marco/dollaro. In particolare, e questa è una delle motivazioni del Comitato, la banca si esponeva ad operazioni che non era realmente in grado di coprire, profittando finché ha potuto dei ritorni elevati dovuti all'elevata rischiosità delle sue attività speculative.

Il Comitato di Basilea, cui afferiscono membri di moltissimi paesi diversi, si è dunque posto l'obiettivo di far collaborare le banche centrali per condividere informazioni e politiche in merito alle attività di controllo delle attività bancarie. Il nome del comitato viene dal fatto che il suo segretariato ha sede a Basilea, presso la Bank for International Settlements (BIS, Banca dei Regolamenti Internazionali⁶⁴).

L'attività del Comitato di Basilea si concretizza nell'emanazione di linee guida, oltre che di studi dettagliati, relative al controllo che le banche centrali possono e dovrebbero esercitare sul sistema finanziario e produttivo del proprio paese, con la finalità di migliorarne l'efficienza e garantirne il controllo. Ovviamente queste linee guida non hanno in sé valore normativo, a meno che un singolo paese non decida di recepirle nel proprio ordinamento, cosa che in effetti è avvenuta per molti stati ed istituzioni come la Comunità Europea. Infatti le proposte avanzate dal comitato vengono accettate in oltre cento paesi come normativa vincolante.

Le attività di pertinenza alle linee guida emanate dal Comitato Basilea si possono riassumere in tre settori:

- Diffondere in quanti più paesi possibile la vigilanza bancaria.
- Offrire strumenti di coordinamento tra autorità nazionali di vigilanza.
- Contribuire al rafforzamento degli standard nazionali di sorveglianza.

⁶⁴ Cfr. il sito istituzionale: <https://www.bis.org>.

L'influenza del Comitato Basilea va dunque ben oltre il G10, e si estende a una collaborazione con le autorità di vigilanza di numerosi altri paesi, con il Fondo Monetario internazionale e con la Banca Mondiale per il controllo della stabilità dei sistemi finanziari, sia nelle economie mature che in quelle emergenti, incoraggiando l'applicazione di principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria.

Le attività del Comitato sono in realtà svolte da quattro "sotto-comitati":

- Standards Implementation Group che si occupa delle problematiche di adozione delle linee guida emanate dal Comitato da parte degli istituti finanziari.
- Policy Development Group che si occupa di elaborare e proporre le linee guida del comitato in materia di vigilanza.
- Accounting Task Force il cui obiettivo è di dettare le linee guida per i sistemi di auditing delle istituzioni finanziarie, con particolare attenzione al risk management.
- Basel Consultative Group che offre consulenza, supporto e mediazione culturale fra il Comitato e i paesi che non ne sono membri.

Con la crisi del 2008 si sono toccati con mano i limiti delle regole prudenziali dei cosiddetti accordi di Basilea 2: in particolare questi ultimi non sono riusciti a obbligare gli operatori del credito a una maggiore trasparenza e all'uso consapevole di strumenti finanziari complessi, col risultato che gli strumenti tradizionali erano sicuramente tutelati, mentre quelli più innovativi, come i derivati, vedevano una maggiore libertà di utilizzo e ambiguità delle regole e delle normative⁶⁵. E' stato scritto anche che Basilea 2 ha sottovalutato il rischio di strumenti finanziari con rating elevato, in particolare dei prodotti strutturati (la cui redditività è legata alla presenza di derivati)⁶⁶.

A valle di queste constatazioni, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha approvato per la consultazione un pacchetto di proposte che ha dato luogo a due documenti di consultazione pubblicati nel dicembre 2010⁶⁷, adottati a partire dal 1 gennaio 2013 secondo una tabella di marcia graduale corredata di disposizioni transitorie. In questi documenti si

⁶⁵ Cfr. Camera dei Deputati, *cit.*: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf>.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ Cfr. Basilea 3, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, 2010/11, on line: https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

evidenziavano delle importanti novità rispetto agli accordi precedenti, vincolate a un periodo pluriennale di monitoraggio per ciascuna di esse, con l'obiettivo di verificarne l'efficienza ed eventualmente modificarle per migliorarne l'efficacia:

- Miglioramento della qualità, della coerenza e della trasparenza del patrimonio di vigilanza, con l'obiettivo di una migliore capacità delle banche di assorbire, o comunque di contenere le perdite. Le proposte rafforzano l'importanza delle azioni ordinarie nella composizione del patrimonio delle banche ed estendono la lista degli elementi da dedurre. In particolare i requisiti minimi del Tier 1 salgono al 6% dell'attivo ponderato, fra le deduzioni si includono le partecipazioni non consolidate in istituzioni finanziarie, mentre dal patrimonio di vigilanza si escludono (gradualmente a partire dal 2013) gli strumenti innovativi di capitale giudicati non "sufficientemente solidi" e comunque quelli privi di clausole di "bail in".
- Rafforzamento della copertura del rischio, attraverso misure prudenziali per rafforzare i requisiti patrimoniali per le esposizioni al rischio di controparte relativo a prodotti derivati e pronti contro termine per ridurre il rischio che shock finanziari vengano trasmessi da un istituto all'altro attraverso derivati e canali di finanziamento.
- Contenimento del grado di leva finanziaria del sistema (leverage ratio), cioè del quoziente fra il patrimonio minimo e il totale dell'attivo non ponderato, a un tetto massimo del 3%, in vigore dal 2018, ma suscettibile di modifica nella fase transitoria di monitoraggio prevista dal 2013 al 2017. Questo vincolo è stato pensato per operare nelle fasi di elevata espansione economica e limitare le conseguenze di eventuali errori nella misurazione dei rischi attraverso le regole di Basilea 2, che era il regolamento precedente a quello entrato in vigore dopo l'insorgere della crisi economica del 2008. Per garantire comparabilità tra differenti Paesi, i dettagli del rapporto di leva saranno armonizzati a livello internazionale, nel piano di regolazione per le divergenze che permangono in materia di contabilità.
- Promuovere la costituzione di accantonamenti di capitale in periodi di congiuntura favorevole che possono essere utilizzati in periodi di stress. Un quadro anticiclico sul capitale che contribuirà alla creazione di un sistema bancario più stabile e a smorzare, e non amplificare, shock economici e

finanziari, e sarà volto ad attenuare la prociclicità delle regole di vigilanza. Il Comitato sta promuovendo migliori metodologie di calcolo degli accantonamenti per il rischio di credito basate sulle perdite attese, piuttosto che sulle perdite correnti effettivamente sostenute.

- Introduzione di nuovi requisiti di liquidità a livello internazionale. Le banche dovranno tenere conto di due indicatori volti a garantire che l'ammontare delle risorse altamente liquide sia almeno pari ai fabbisogni di liquidità, derivanti da situazioni in cui i mercati sono particolarmente instabili, riferiti ad un periodo di trenta giorni. Le fonti di provvista ritenute stabili devono essere sufficienti a coprire le attività con scadenza residua superiore ad un anno. I due indicatori in oggetto si riferiscono l'uno al controllo della liquidità a breve termine (LCR: liquidity coverage ratio), l'altro su un periodo di un anno (NSFR: net stable funding ratio) e va considerato un "indicatore strutturale". Il primo sarà in fase di monitoraggio dal 2011 al 2014, il secondo dal 2012 al 2017, prima dell'entrata in vigore, previa una eventuale modifica a seguito delle rilevazioni del monitoraggio.

Capitolo 3.

Orientamenti post-crisi dei mercati

In questo capitolo verranno discussi gli aspetti normativi e di regolamentazione relativi al mercato dei derivati emersi dopo la grande recessione del 2008, e che hanno introdotto una disciplina prudenziale di tipo diverso rispetto agli anni pre -crisi, oltre a instillare una nuova consapevolezza nei mercati e nell'opinione pubblica.

Nella prima parte di questo capitolo, analizzeremo in qualche dettaglio la recente crisi economica, cercando di illustrare come il mercato dei derivati, e in particolare il fiorire del mercato OTC di derivati su credito negli anni precedenti non possano annoverarsi come cause della crisi ma sicuramente come fattore di amplificazione dei suoi effetti: discuteremo anche

le misure post-crisi introdotte dalla regolamentazione internazionale e in particolare dopo il summit G20 di Pittsburgh.

Spazio sarà anche dato alla ricezione da parte dell'Unione Europea delle raccomandazioni e delle prescrizioni che sono emerse da questo G20 e che hanno avuto una profonda influenza sulle riforme alla legislazione in materia di prodotti derivati nei paesi dell'Unione, e in Italia in particolare. Una parte sarà anche dedicata alla legislazione europea, con un approfondimento del regolamento "EMIR" e un confronto con l'analoga legge statunitense, il Dodd-Frank Act.

Successivamente proveremo a delineare i principali impatti che le nuove regole imposte dalle autorità internazionali dopo la grande recessione del 2008 hanno avuto sui mercati dei derivati e sulla pratica del loro scambio, con particolare riferimento ai mercati over the counter.

Infine descriveremo in qualche dettaglio il nuovo ruolo delle controparti centrali nella compensazione dei contratti derivati, prevista dalla normativa con l'espressa finalità di mitigare e assorbire i rischi operativi e di credito insiti nei prodotti in questione e in passato sottostimati dai market maker.

3.1 La grande recessione e i suoi effetti sulla riforma dei mercati derivati

La crisi finanziaria che ha dato origine alla grande recessione del 2008 è stata per molti versi una crisi sistemica riconducibile a fattori economici, per altri ha presentato delle caratteristiche che l'hanno resa unica rispetto alle altre e che sono, in parte, collegate all'utilizzo di strumenti finanziari sofisticati e in particolare derivati. Non a caso, questa crisi ha costituito un punto di cesura rispetto sia alla reputazione degli strumenti derivati, e del loro uso, sia rispetto alla normativa e alle legislazioni che li regolano, sia rispetto alla presa di consapevolezza in merito a più efficaci regole di vigilanza prudenziale cui abbiamo accennato nell'ultima parte del capitolo precedente.

Le crisi economiche e le bolle finanziarie (o anche su mercati di beni e servizi) si ritengono generalmente essere causate da una eccessiva espansione nelle fasi crescenti del ciclo economico il cui effetto collaterale è una fiducia immotivata nell'espansione che genera

comportamenti irrazionali sul mercato⁶⁸, e in effetti c'è una sostanziale unanimità di pareri nel riconoscere in questa crisi recente e profonda anche il segno di una espansione monetaria e creditizia eccessiva, che ha “gonfiato” una bolla immobiliare negli Stati Uniti, che ha fatto luogo alla crisi dei mutui sub-prime e che ha poi coinvolto gli istituti di credito (come Lehman-Brothers) e la finanza mondiale, innestando un trend recessivo globale e persistente nel mondo Occidentale.

D'altra parte è innegabile che l'abuso di prodotti derivati, e in particolare derivati su credito, ha amplificato questi effetti⁶⁹.

Un esempio è la crisi azionaria del 1907 in Italia, che fu originata da una espansione incontrollata delle quotazioni azionarie agli inizi del XX secolo e anche dalla quotazione sulla borsa italiana di moltissime nuove società⁷⁰. La bolla azionaria fu in quel caso amplificata dall'uso di operazioni di “riporto”, vale a dire la cessione di titoli come garanzia per l'erogazione di un credito, concesse dalle banche e in primo luogo dalla Società Bancaria Italiana: erano contratti con un expiry che offrivano una leva per l'acquisto di titoli finanziati usando come garanzia i titoli stessi: allo scoppio della bolla la Società Bancaria Italiana andò in default (come diremmo oggi) e una crisi sistemica afflisse il sistema bancario italiano, una crisi che perdurò per qualche anno, prima che la Grande Guerra venisse a sconvolgere non soltanto gli equilibri economici ma l'intero volto politico e sociale dell'Europa.

In tutti questi casi, all'espansione creditizia di un mercato e al comportamento euforico e irrazionale degli investitori, hanno fatto da filtro le speculazioni per mezzo di derivati: è pertanto scorretta l'opinione, spesso diffusa da una stampa poco attenta o sensazionalistica, di una crisi causata dai derivati; la crisi ha sempre una motivazione legata all'attività degli operatori sul mercato, semmai i derivati, specie quelli su credito, ne possono amplificare l'effetto, così come possono amplificare gli orizzonti di copertura e di speculazione su mercati stabili senza per questo innescare meccanismi di crisi.

Va anche detto che in tutti questi casi i policy maker introdussero delle regole per normare l'uso e l'abuso dei contratti che avevano reso possibile l'espansione incontrollata di

⁶⁸ Cfr. Kindleberger C., *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Wiley, New York, 2000.

⁶⁹ Cfr. Bank of England, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, Discussion Paper, May 2014, on line: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.en.pdf.

⁷⁰ Cfr. Bonelli F., *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Fondazione Luigi Einaudi, Torino, 1971.

questo o quel mercato, tipicamente andando a colpire l'uso speculativo degli strumenti finanziari: in particolare, si possono ravvedere dei tratti caratteristici nell'azione legislativa conseguente agli effetti di una crisi di questo tipo, che possiamo elencare come segue⁷¹:

- Divieto (solitamente temporaneo) nella scrittura e vendita di contratti derivati, spesso limitatamente alla tipologia di quelli che hanno amplificato la crisi economica.
- Deroga all'esigibilità di tali contratti in sede legale, per arginare il meccanismo di "effetto domino" dei default che si genera in questi casi.
- Introduzione di vincoli autorizzativi per la commercializzazione di questi derivati nei confronti degli operatori economici, dove questi vincoli sono di solito posti dal Governo o direttamente dalle istituzioni economiche come la Borsa.
- Divieto di "short-selling" di strumenti finanziari, cioè della possibilità di vendere allo scoperto un prodotto, senza avere l'adeguata copertura finanziaria per pagarlo effettivamente, e penalizzazione delle attività di speculazione al ribasso.

Abbiamo visto nei capitoli precedenti come queste misure siano sempre state adottate, secondo modalità differenti e appropriate ai diversi casi e alle diverse epoche per imporre una regolamentazione centrale allo scambio di derivati e per introdurre un controllo effettivo sul loro mercato. Anche nella recente crisi del 2008, non è possibile imputare l'euforia che ha dato luogo all'espansione del credito e alla bolla dei mutui sub-prime alla presenza di un voluminoso mercato di derivati, con prodotti strutturati anche sofisticati.

In altri termini, nemmeno l'innovazione finanziaria (né quella tecnologica) può essere annoverata fra le cause della recente crisi, né la presenza di un forte mercato OTC dei derivati su credito può essere considerata una vera e propria causa, ma solo un fattore abilitante: infatti nelle crisi precedenti e che abbiamo citato questo mercato non esisteva, e tuttavia il meccanismo è stato comunque innestato.

Piuttosto l'entità della crisi e della recessione che ha poi colpito i mercati occidentali può essere ascritta al volume di derivati OTC che era scambiato in quel momento a livello

⁷¹ Cfr. Alvaro S., Siciliano G., *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria*, Quaderni Giuridici 10, Consob, Roma, 2016.

globale e anche alla complessità e alla diversità di questi prodotti, questo sì frutto dell'innovazione finanziaria⁷².

In ogni caso, secondo lo schema più sopra riportato, dopo lo scoppio della crisi è stata avviata una riforma del sistema regolatorio della finanza e dell'economia globale, con l'introduzione di norme restrittive e controlli centralizzati, necessariamente complessi in quanto complessa era l'offerta di prodotti derivati sia per tipologia che per complessità.

Inoltre, il modello di intermediazione finanziaria consentito dai derivati su credito e dalle cartolarizzazioni di crediti bancari ha sicuramente favorito l'enorme espansione di mutui erogati alle famiglie, che senza questi strumenti non avrebbero mai avuto accesso a un mutuo: questi mutui sub-prime sono stati poi venduti a investitori istituzionali come titoli o all'interno di prodotti strutturati, tipicamente a banche che hanno dovuto abbassare il loro standard di rating dei contraenti mutuo, proprio grazie alla possibilità di coprire il rischio di credito con prodotti derivati⁷³.

E' interessante notare come questa espansione creditizia sia stata anche alimentata dall'uso di titoli cartolarizzati, posti a garanzia delle operazioni finanziarie a breve termine, i cosiddetti "repo", in piena analogia col meccanismo che abbiamo descritto per la crisi azionaria delle banche italiane del 1907 (esattamente un secolo prima!). In questo modo le banche che negoziavano titoli cartolarizzati hanno potuto finanziare queste loro attività tramite "repo": questa pratica era diffusa al punto che, una stessa banca che vendeva titoli costruiti su cartolarizzazione, ne finanziava l'acquisto da parte di altre banche accettando quegli stessi titoli come garanzia⁷⁴.

Questa e altre operazioni analoghe hanno reso difficile un reale risk management da parte delle banche, portandole a sottostimare l'esposizione al rischio di credito e quindi ad esporsi in misura maggiore di quanto non credessero. L'incertezza dell'allocazione del rischio ha contribuito ad estendere il "panico" della crisi, assieme alla opacità dei derivati su credito utilizzati, principalmente CDS, una caratteristica che abbiamo diffusamente discusso nel capitolo precedente. Per questi motivi molte banche non sono riuscite a finanziare il debito a

⁷² Cfr. Reinhart C.M., Rogoff K.S., *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, NBER Working Paper No. 13761, National Bureau of Economic Research, January 2008.

⁷³ Cfr. Alvaro, Siciliano, *cit.*

⁷⁴ Cfr. Gordon G, *Questions and Answers about the Financial Crisis. Prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission*, National Bureau of Economic Research, 2010, on line: <https://online.wsj.com/public/resources/documents/crisisqa0210.pdf>

breve termine per mezzo di repo garantiti da titoli ottenuti da cartolarizzazione di mutui, il che è stato causa di diversi default⁷⁵.

Tutti questi meccanismi di amplificazione degli effetti recessivi da parte dei derivati su credito hanno indotto la nuova disciplina post-crisi al monitoraggio finanziario e alla gestione del rischio di credito, spostando l'accento da una prospettiva "micro-prudenziale" pre-crisi a una prospettiva "macro-prudenziale" post-crisi, passando cioè dal porre le attività del singolo investitore al centro dell'azione normativa e del monitoraggio e controllo, al porre le attività del mercato e degli operatori del credito al centro dell'azione di vigilanza, per scongiurare il propagarsi di crisi sistemiche che impattino l'economia nel suo complesso e inneschino fasi recessive che si riverberano sui conti pubblici, sulle imprese e sulle famiglie⁷⁶.

In particolare la regolamentazione post-crisi ha orientato la propria attenzione verso tematiche quali⁷⁷:

- La leva finanziaria.
- Il default di grandi istituzioni di credito.
- Comportamenti e strumenti sul mercato e loro interazioni col ciclo economico

In generale, le politiche macro-prudenziali si pongono come obiettivo la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario globale nel suo complesso, da perseguire attraverso la riduzione e mitigazione dei rischi sistemici.

Naturalmente, il rischio sistemico è difficile da definire e soprattutto misurare in modo preciso, e l'approccio macro-prudenziale sconta anche le difficoltà legate al suo dover porre attenzione non soltanto alle istituzioni finanziarie, ma anche alle infrastrutture di mercato oltre che all'economia "reale", né è chiaro quali strumenti concreti possano immediatamente mettersi in campo e utilizzarsi a questi scopi⁷⁸.

A questo proposito, lo strumento principale resta quello dell'imposizione di vincoli normativi e regole che impongano per esempio requisiti patrimoniali agli istituti di credito, e le regole di Basilea 3 vanno in questa direzione, come abbiamo visto: per esempio è fatto

⁷⁵ Cfr. Alvaro, Siciliano, *cit.*

⁷⁶ Cfr. *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations, 21 September 2009, on line: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf

⁷⁷ *Ibidem.*

⁷⁸ Cfr. Committee on the Global Financial System – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers, n. 38, Committee on the Global Financial System, 2010.

obbligo alle banche di accumulare un “cuscinò” patrimoniale aggiuntivo da utilizzare come riserva per una eventuale fase anti-ciclica, da incrementare nelle fasi cicliche, per prevenire un eccesso di espansione nel credito, e da decrementare nelle fasi di crisi per attenuare la stretta creditizia⁷⁹.

Per quanto riguarda gli investitori privati, è in questo caso che entra in campo una nuova disciplina dei prodotti derivati che si muove nell’ottica della trasparenza e della correttezza, il che vuol dire della limitazione dell’autonomia privata, per esempio con la standardizzazione dei contratti, col divieto di assumere posizioni corte nel comprare un derivato, ma anche nel coinvolgimento di tutti i soggetti legati alla contrattazione del derivato, per esempio le controparti non finanziarie.

Questi che sembrano criteri e linee guida generali sono in realtà elementi il cui innesto effettivo nella regolamentazione internazionale, e a seguire nazionale, in materia di strumenti finanziari ha richiesto un notevole impegno e avuto un notevole impatto: in particolare nella creazione di nuovi sistemi di vigilanza per queste regole, facenti capo ad authorities di vigilanza sui rischi sistemici.

Già nel 2008 il Dipartimento Statunitense del Tesoro pubblicò un report⁸⁰ nel quale si proponeva di attribuire alla Federal Reserve, la banca centrale statunitense, il controllo del rischio sistemico globale, e di trasferire i suoi poteri di vigilanza micro-prudenziale a un altro istituto, come pure i poteri di vigilanza sulla trasparenza a un altro ancora: in realtà nel 2010 fu scelto di assegnare a un ente chiamato Financial Stability Oversight Council, il monitoraggio dei rischi sistemici⁸¹.

In Europa la Commissione Europea incaricò un gruppo di esperti di formulare le proposte per una riforma degli istituti di vigilanza, che propose, sul modello statunitense, di creare una nuova istituzione ad hoc per i rischi sistemici, quel che poi fu l’European System Risk Board, introdotto col Regolamento 1092/2010 del 24 novembre 2010: a questo furono poi affiancate altre tre authorities, vale a dire l’European Banking Authority, l’European Securities and Markets Authority e l’European Insurance and Occupational Pensions

⁷⁹ Cfr. Alvaro, Siciliano, *cit.*

⁸⁰ Cfr. Paulson H.M.jr., Steel R.K., Nason D.G., *The Department of Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, US Department of Treasury, 2008, on line: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>

⁸¹ Cfr. Alvaro, Siciliano, *cit.*

Authority per la vigilanza micro-prudenziale nei tre campi del credito, dei mercati e della previdenza⁸².

Ma ben presto, sia negli Stati Uniti sia in Europa, vennero avanzate proposte specifiche per introdurre maggiore trasparenza nel mercato dei derivati, e una sede importante nella quale queste tematiche furono esplicitamente discusse è stato il G20 organizzato a Pittsburgh nel settembre del 2009, nel quale vennero prese delle decisioni condivise in merito a nuove policy destinate ai regolatori in tema di prodotti derivati⁸³.

E' opportuno notare esplicitamente che, in linea con quanto abbiamo anche riportato in questo paragrafo, il G20 di Pittsburgh non sancì una condanna dei prodotti derivati in quanto strumenti, posizione che sarebbe stata sicuramente popolare a livello di immagine, ma sanzionò piuttosto il loro uso speculativo e il suo effetto di amplificazione delle conseguenze della crisi economica, in termini di opacità generale dei mercati relativi a questi strumenti, aumento della interconnessione fra i soggetti del mercato (con il conseguente pericolo di un "effetto domino") e mancanza di tracciabilità del mercato OTC.

Le proposte del G20 per superare le problematiche indotte dallo status quo e restituire ai derivati la legittimità della funzione di aiuto alla riallocazione dei rischi e di copertura si possono riassumere come segue⁸⁴:

- Standardizzazione dei derivati OTC.
- Tracciabilità delle operazioni con i derivati in trade repositories.
- Obbligo di compensazione delle transazioni in derivati standardizzati presso una controparte centrale, la Central Counterparty Clearing House (su questo argomento ci soffermeremo nell'ultima parte di questo capitolo).
- Ispessimento dei requisiti patrimoniali per la commercializzazione di derivati che non siano compensati da controparti centrali.
- Obbligo di trasparenza nella negoziazione delle transazioni di derivati standardizzati e liquidi, per quanto riguarda le sedi di negoziazione.

⁸² Cfr. Angelini P., *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper 271, Banca d'Italia, Giugno 2015, on line: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0271/QEF_271_ITA.pdf.

⁸³ Cfr. Brummer C., *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

⁸⁴ Ibidem.

Tutte queste indicazioni sono state implementate, negli anni successivi, dai regolatori dei paesi nei quali il mercato dei derivati era più sviluppato, fra essi: Stati Uniti (dove sono state introdotte regole per tutti i market players, sotto il diretto controllo dello stato federale), i paesi dell'Unione Europea, Giappone, Cina, Hong Kong, Canada e Russia.

Volendo tradurre le azioni prescritte dal G20 di Pittsburgh in un motto potremmo dire “regolare per prevenire (il rischio sistemico)”: tutte le indicazioni emerse sono infatti nell’ottica regolatoria con l’obiettivo esplicito di non limitare le attività del mercato ma di consentire una più precisa tracciatura e disclosure delle informazioni relative al rischio. Altra idea fondamentale è quella delle controparti centrali.

Una nota conclusiva è tuttavia che l’attenzione della comunità dei policy maker internazionali è stata pressoché monopolizzata dal rischio sistemico, dalle preoccupazioni macro-economiche e in generale dalle criticità del mercato globale, senza una reale attenzione ai singoli investitori, nell’ottica della tutela, né ai singoli intermediari finanziari, nell’ottica della loro stabilità.

3.2 I nuovi orientamenti normativi e l’Unione Europea: il caso dei mercati OTC

Le raccomandazioni espresse nel G20 di Pittsburgh furono, ovviamente, anche recepite dall’Unione Europea, seguendo in particolare le indicazioni di prevenzione e contenimento del rischio sistemico.

Il primo intervento legislativo in sede europea fu l’emanazione, da parte dell’Unione Europea, del Regolamento UE 648/2012 “sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni”⁸⁵, che è entrato in vigore nell’agosto 2012 e che, come si evince dal titolo, recepisce le proposte del G20. E’ noto anche come “regolamento EMIR” (European Market Infrastructure Regulation) e sugli aspetti più tecnici di esso ci soffermeremo nel prossimo paragrafo, non prima di aver discusso l’azione legislativa europea nel suo complesso in materia di derivati, a seguito della crisi economica, che è stata molto articolata e che si è protratta per diversi anni fino a oggi.

Infatti, oltre all’EMIR, l’Unione Europea emanò:

⁸⁵ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0648&from=IT>.

- Una Direttiva 2014/65/UE nel maggio del 2014 “relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE”⁸⁶;
- Un Regolamento 236/2012 del marzo 2012 “relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swaps)”⁸⁷;
- Una Direttiva 2013/36/EU del giugno 2013 “sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE”⁸⁸;
- Un Regolamento 575/2013 del giugno 2013 “relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012”⁸⁹;
- Una Direttiva 57/2014 dell'aprile 2014 “relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato” (Direttiva sugli abusi di mercato)⁹⁰;
- Un Regolamento 596/2014 dell'aprile 2014 “relativo agli abusi di mercato (Regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione”⁹¹;
- Una Direttiva 59/2014 del maggio 2014 “che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento” (Direttiva BRRD, mentre il quadro viene indicato come Single Resolution Mechanism)⁹²;
- Un Regolamento 600/2014 del maggio 2014 “sui mercati degli strumenti finanziari che modifica il regolamento UE 648/2012”, meglio noto come “regolamento MiFIR”⁹³.

⁸⁶ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>.

⁸⁷ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

⁸⁸ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0036&from=IT>.

⁸⁹ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0575&from=IT>.

⁹⁰ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=IT>.

⁹¹ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=IT>.

⁹² Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0059&from=IT>.

⁹³ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

- Una Direttiva 65/2014 del giugno 2014 “relativa ai mercati degli strumenti finanziari” (Direttiva MiFIF II)⁹⁴.

Una attività legislativa importante dunque, non soltanto nell’ottica di inserire nuove regole ma anche di modificare ed emendare regolamenti già emanati in passato, prima della crisi economica. In sintesi, si può affermare che il frutto di questa attività legislativa è stata una nuova disciplina non soltanto per i derivati ma largamente applicabile anche ad altri tipi di contratti finanziari.

Ma l’attività dell’Unione Europea non si è limitata a questi sforzi: infatti la Commissione Europea è membro del Financial Stability Board, una istituzione creata nel 2009 in occasione del G20 di Londra, che ha preso in carico, fra le altre cose, di interpretare e tradurre in raccomandazioni i principi espressi nel G20 di Pittsburgh. Le risultanze della sua attività hanno in seguito ispirato diverse comunicazioni della Commissione Europea volte soprattutto a garantire efficienza e sicurezza nel mercato dei derivati: in particolare, vi si richiede agli intermediari e alle authority di vigilanza di promuovere il processo di standardizzazione dei prodotti di mercato per rendere coerente e far emergere a livello giuridico le concentrazioni di scambi su trading venues trasparenti.

In altri termini si è raccomandata una disciplina di regolamentazione dei mercati, cercando di favorire l’exchange traded rispetto all’OTC, i sistemi multilaterali di negoziazione, oltre ai sistemi organizzati di negoziazione, sempre nell’ottica della garanzia di chi acquista il prodotto, e anche per togliere ai market maker un potere nel quotare questi strumenti che invece si voleva restituire completamente alle dinamiche di mercato.

A questo proposito è interessante prestare ascolto direttamente alle parole espresse nelle raccomandazioni del Financial Stability Board:

“La standardizzazione è una condizione chiave per il central clearing e lo scambio sul mercato regolamentato o sulle piattaforme elettroniche, e aiuta anche a facilitare l’incremento della trasparenza dei mercati. Per promuovere la visione del G20 per un maggiore utilizzo di questi canali sicuri, le authorities devono assicurare che siano messi in campo appropriati incentivi per spingere i partecipanti al mercato all’uso di questi strumenti standardizzati. In particolare,

⁹⁴ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>.

le authorities devono disincentivare la pratica di ricorrere a prodotti non standard soltanto per eludere il central clearing e i requisiti di trading.”⁹⁵

Dunque dalla Commissione Europea sono venute in quegli anni esortazioni alla promulgazione di leggi nazionali che imponessero alle banche, e agli altri intermediari finanziari, la messa in opera di regole organizzative di condotta e trasparenza, e più in generale un modello di gestione dei prodotti improntato alla product governance, spostando il focus sugli interessi dei clienti: una consuetudine che si riteneva questo tipo di normative potesse contribuire a far svanire era il proliferare di strumenti non standard, complessi e poco gestibili (nonché poco comprensibili dalla clientela), che potevano essere fonte di rischio sistemico sottostimato.

E' quindi evidente il ruolo fondamentale assegnato da questo impianto normativo europeo agli istituti di vigilanza, cui è stato esplicitamente dato il compito di mettere in campo tutte le iniziative necessarie per il corretto adempimento di questi obblighi normativi laddove si ravvisasse una condotta al di fuori della product governance da parte degli operatori del mercato dei derivati. Nello specifico, si chiedeva di dare alle authorities il potere di vietare o comunque limitare severamente la vendita di certe tipologie di prodotti, per esempio prodotti strutturati con caratteristiche particolari.

In ciascun paese queste raccomandazioni sono state “declinate” in accordo sia con la tradizione giuridica ed economica nazionale, sia rispetto alle dimensioni del mercato dei derivati in quel particolare contesto: per esempio è ben noto che in Italia questo mercato non possedeva volumi ingenti.

In effetti, nella legislazione italiana pre-crisi i prodotti derivati non hanno avuto un posto centrale e sono stati spesso normati in regole più particolari valide per strumenti finanziari negoziati in modo continuativo e organizzato: per esempio nella versione non emendata del TUF (Testo Unico della Finanza⁹⁶) all'articolo 78 si parlava di “scambi organizzati di strumenti finanziari” senza fare un riferimento preciso all'over the counter ma comprendendolo nell'accezione più generale di insieme di regole e strutture che consentono

⁹⁵ Cfr. Financial Stability Board, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, 2010, on line: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf.

⁹⁶ Cfr. Si può trovare una copia di questo testo sul sito della Consob: http://www.consob.it/cnbarchives/main/regolamentazione/tuf/storico_TUF/0-dlgs58_1998.pdf

di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare loro esecuzione tramite un sistema anche automatizzato (cioè informatico o meglio telematico).

Le notevoli modifiche apportate al TUF negli ultimi venti anni hanno emendato questa disciplina, sulla quale anche la dottrina si era interrogata, sostanziando i concetti in modo più aderente alla pratica di mercato, e menzionando il mercato OTC esplicitamente nel testo di legge numerose volte⁹⁷.

Una forte preoccupazione, se non la principale, affrontata nel G20 di Pittsburgh e recepita dalle legislazioni dei paesi industrializzati (e non solo) ha riguardato prevalentemente il mercato dei derivati OTC, dove peraltro abbiamo visto essere scambiati i CDS. Uno dei punti sui quali i partecipanti al G20 hanno convenuto è stato l'obbligo di negoziare i contratti derivati sui mercati OTC esclusivamente attraverso infrastrutture telematiche: questo consente un tracciamento e una storicizzazione di contratti e dati che può favorire quella trasparenza più volte evocata nella discussione sulle criticità dei derivati OTC.

La principale novità normativa in Europa è stata l'EMIR, il Regolamento 648/2012 citato all'inizio del paragrafo precedente e che vogliamo ora approfondire in maggiore dettaglio: sarà in particolare interessante confrontarlo con iniziative analoghe prese negli Stati Uniti.

In effetti, il governo statunitense, sotto la prima amministrazione Obama, ha messo in campo una legge particolarmente complessa e articolata (nella sua estensione ufficiale consta di 8000 pagine), per porre una stretta regulatoria sull'attività dei mercati statunitensi in materia di strumenti finanziari e in particolare riguardo agli strumenti derivati, con l'obiettivo di spostare sulla tutela degli investitori e sulla salvaguarda dal rischio sistemico il contenuto sostanziale delle normative in materia di finanza.

⁹⁷Cfr. La versione aggiornata del TUF si trova sul sito della Consob:
http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998_in_vig_2018.pdf/0fe608b5-aa7b-41af-a0ca-2164f9471fe8

DODD FRANK ACT, L'AMBIZIOSA RIFORMA DI WALL STREET

CHE COSA REGOLA E LE PRINCIPALI NOVITÀ INTRODOTTE

Più di 8.000 pagine di regole e norme

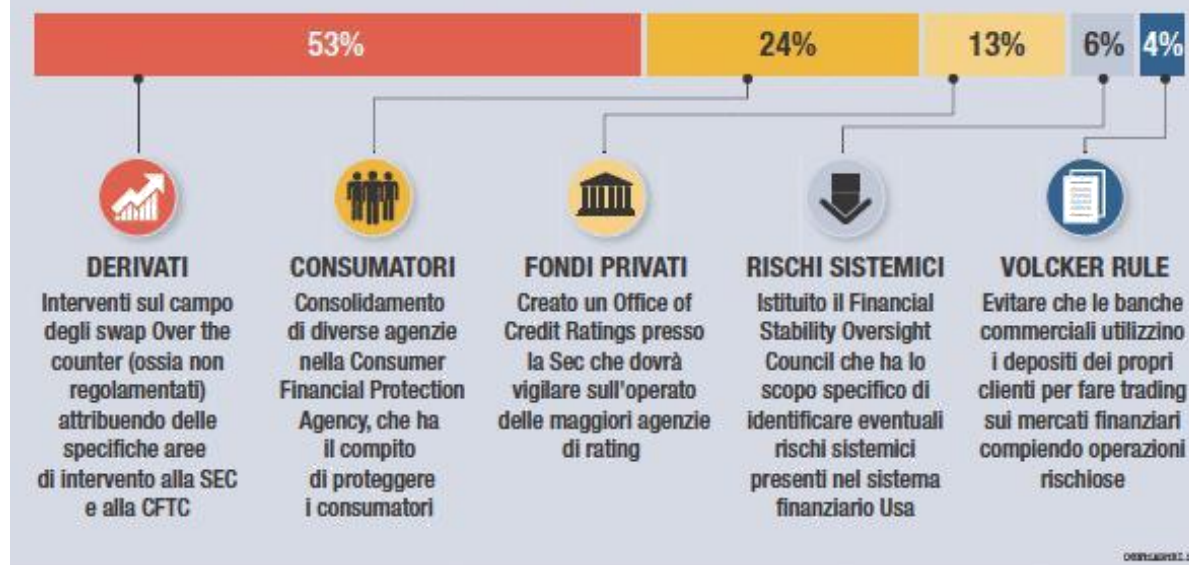


Figura 7. Infografica che rende conto dell'imponenza del Dodd-Frank Act (fonte: sito della Borsa italiana, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/dodd-frank-act-143.htm>).

Questa legge è nota come Dodd-Frank Act (come di consueto negli Stati Uniti, prende il nome dai senatori che l'hanno proposta) e come impianto fondamentale introduce norme di "regulation", particolarmente atipiche per la struttura politico-economica statunitense, volte per esempio a consolidare le agenzie governative di controllo, come la Consumer Financial Protection Agency, passata con questa legge sotto l'egida del Dipartimento del Tesoro, e che ha come mission la garanzia dei consumatori tramite azioni di controllo e monitoraggio su strumenti quali le carte di credito, le carte di debito, i mutui immobiliari (come abbiamo visto, questi ultimi sono stati la miccia dell'incendio della crisi economica).

Trasparenza e consapevolezza dei rischi assunti dai piccoli investitori sono divenute le preoccupazioni del legislatore statunitense, che ha con il Dodd-Frank Act anche istituito il Financial Stability Oversight Council, un ente che ha l'obiettivo di identificare i rischi sistemici nel sistema finanziario statunitense, sempre usando strumenti di controllo e monitoraggio, il cui campo di azione si estende anche ad entità come gli hedge fund.

Fra i poteri garantiti a questa istituzione ci sono per esempio gli eventuali “break up” delle banche considerate troppo grandi, il potere di richiedere un aumento dei requisiti patrimoniali alle banche se ne viene valutato un reale rischio di default, etc.

I criteri che il Financial Stability Council deve tenere presenti nell’esercizio delle sue funzioni e in particolare nel valutare le transazioni operate da una istituzione di credito sono

- Il valore monetario delle transazioni;
- L’esposizione complessiva del mercato finanziario a favore delle controparti;
- Le relazioni reciproche fra le varie istituzioni finanziarie ritenute sistemicamente importanti;
- L’effetto che le difficoltà di una di queste istituzioni avrebbe sul resto del mercato;

Un’altra istituzione che è stata fondata in questa circostanza è l’Office of Credit Ratings, che si pone lo scopo di vigilare sull’operato delle agenzie di rating, negli ultimi anni spesso poste sotto accusa dall’opinione pubblica ma anche dagli osservatori dei mercati finanziari, per via delle modalità poco trasparenti di assegnazione dei rating e per l’aver sottostimato i rischi impliciti negli strumenti che utilizzano questi rating: infatti i rating impattano sulla valutazione del rischio di credito e quindi anche sul valore effettivo degli strumenti finanziari che hanno il credito come sottostante.

Per quanto riguarda il mercato dei derivati, come ci si poteva attendere l’intervento esplicito della normativa statunitense ha riguardato principalmente il mercato OTC e in particolare i prodotti swap scambiati in questo modo, che sono stati posti sotto osservazione dagli enti istituiti con la legge e che abbiamo poco più sopra menzionato: ovviamente in questa categoria ricadono i CDS. Fra l’altro, la legge vieta alle banche di utilizzare i depositi dei propri clienti per operazioni di trading sui mercati, con l’evidente finalità di limitare le attività speculative.

Altri aspetti interessanti del Dodd-Frank Act riguardano il ruolo che la banca centrale svolge come “prestatore di ultima istanza” per venire in soccorso delle controparti centrali (le Central Counterparty Clearing House in particolare, sulle quali ci soffermeremo nel paragrafo finale di questo capitolo), che in questo modo si sentono garantite da un sostenitore *too big to fail* come si dice, e quindi possono beneficiare di un vantaggio competitivo, per esempio nel perseguire politiche più aggressive, che, a loro volta, potrebbero generare rischio sistemico: la nuova legge conferisce alla banca centrale statunitense il potere di estendere il

credito alle controparti centrali con un meccanismo, da esercitarsi solo in circostanze eccezionali, che sostanzialmente offre alla controparte un prestito collateralized (la cosiddetta “finestra di sconto”)⁹⁸.

Naturalmente questi sconti sono soggetti a limitazioni e restrizioni che, in sostanza, lasciano la decisione ultima alla Federal Reserve, la banca centrale statunitense, che deve consultare il ministro delle finanze (il segretario del Tesoro negli Stati Uniti) e deve essere certa che la controparte cui il prestito viene concesso non sia stata in grado di garantire la propria liquidità con altri mezzi.

In questo senso, il Dodd-Frank Act assicura alle clearing house l’accesso alle disponibilità liquide della banca centrale americana pur limitando a circostanze eccezionali l’effettiva erogazione del prestito: d’altra parte, la copertura assicurata alle controparti centrali è proprio in vista di scongiurare il rischio sistemico, per il ruolo che esse svolgono, e che discuteremo più oltre.

Per chiudere questa digressione sulla normativa statunitense va indicato un elemento di incertezza, dovuto al fatto che la corrente amministrazione statunitense, che vede alla presidenza Donald Trump dopo i due mandati di Barack Obama, ha avviato una profonda revisione del Dodd-Frank Act, nell’ottica di una deregulation, peraltro tipica delle amministrazioni repubblicane⁹⁹.

Tornando alla normativa europea, il cui caposaldo è l’EMIR, il regolamento europeo emanato nel 2012, laddove il Dodd-Frank Act è del 2010, una prima importante differenza è che la banca centrale europea, la Banca Centrale Europea, non si vede affidato alcun potere di fornire liquidità alle controparti centrali che si trovino in difficoltà per problemi di liquidità o addirittura di insolvenza. Questo fatto è tuttavia comprensibile se si tiene conto che la Banca Centrale Europea è una istituzione sovranazionale, mentre gli stati membri dell’Unione Europea possiedono tutti le proprie banche nazionali, cui spettano peraltro tipicamente i poteri di vigilanza e auditing sui sistemi bancari nazionali.

E infatti sono le banche nazionali che possiedono l’opzione di “bail out”, come si dice, cioè di fornire il ruolo di prestatori di ultima istanza alle controparti centrali: tuttavia questa situazione lascia delle ambiguità, dato che le controparti centrali di alcuni paesi hanno

⁹⁸ Cfr. Kress J.C., *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: “Why Centralized Counterparties must have Access to Central Bank Liquidity”*, Harvard Journal on Legislation 48 (2011), 49-93.

⁹⁹ Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-02-03/trump-punta-finanza-marcia-indietro-dodd-frank-act-100658.shtml?uuid=AErEIZN>.

rilevanza anche europea, e quindi possono generare rischio sistemico per tutta l'area Euro e non semplicemente per il singolo paese nel quale operano.

In effetti la suddivisione di poteri fra banche centrali nazionali e banca centrale europea prevede che alcuni importanti compiti di sorveglianza siano in realtà già appannaggio di quest'ultima, come per esempio sancito dall'articolo 22 dallo statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali, sebbene questo controllo non sia strettamente obbligatorio¹⁰⁰.

E' tuttavia chiaro che una vigilanza centralizzata a livello di Eurozona non può che giovare sia per i problemi sistemici dell'economia europea che si possono generare da crisi nazionali, sia perché i paesi che adottano l'Euro sono soggetti alla politica monetaria dell'Unione, e quindi i problemi legati alla liquidità degli strumenti devono necessariamente essere trattati in sede comunitaria.

Il problema delle controparti centrali "too big to fail" è quindi in Europa ancor più complesso che negli Stati Uniti: l'EMIR individua alcuni interventi che la banca centrale europea può effettuare. In primo luogo la BCE non può fornire facilitazione creditizia a favore delle istituzioni europee, o comunque di amministrazioni statali, regionali, locali, enti pubblici in genere, pubblici nei vari stati membri¹⁰¹.

Anche l'acquisto diretto presso di essi da parte della banca centrale europea, o delle banche nazionali, di titoli di credito non è consentito, e in definitiva le banche centrali non possono in nessun caso fornire liquidità alle controparti centrali a meno che queste non siano designate come enti creditizi¹⁰².

Per questo motivo in Francia e Germania le controparti centrali sono state indicate come istituti di credito.

Dal punto di vista tecnico, l'EMIR distingue le seguenti tipologie di controparti:

- Controparti finanziarie.
- Controparti non finanziarie, cioè le imprese stabilite nell'Unione Europea che non siano né controparti finanziarie né controparti centrali.
- Controparti non finanziarie qualificate, che si distinguono dalle precedenti in quanto il nozionale lordo del portafoglio di strumenti derivati i cui rischi non

¹⁰⁰ Cfr. Lo statuto sul sito istituzionale dell'Unione Europea, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf.

¹⁰¹ Cfr. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0648&from=IT>.

¹⁰² Ibidem.

sono misurabili effettivamente supera determinate soglie, che dipendono dalle singole tipologie di derivati.

A seconda della tipologia si applicano obblighi di clearing differenti: per esempio le controparti finanziarie sono sottoposte a norme abbastanza stringenti, quali:

- L'obbligo di clearing, cioè di dover sottoporre a compensazione tramite una controparte centrale i propri contratti derivati negoziati sul mercato OTC: va notato che questo obbligo non sussiste per tutte le tipologie di derivati.
- L'obbligo in ogni caso di mitigare il rischio relativamente a quei contratti che non siano stati sottoposti a compensazione tramite controparte centrale.

A proposito del clearing da parte delle controparti centrali, il regolamento EMIR ne individua due tipologie:

- Bottom-up clearing, secondo la quale la selezione delle tipologie di derivati OTC standardizzati che si intende compensare spetta alla controparte centrale, che potrà quindi fornire i servizi di compensazione solo dopo l'autorizzazione dell'authority di vigilanza competente (e successiva comunicazione all'ESMA).
- Top-down, secondo la quale l'ESMA stessa decide, in sinergia con il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico, quali siano i contratti che debbano essere sottoposti a clearing dalla controparte centrale.

Oltre a questi requisiti, le controparti non finanziarie qualificate debbono anche notificare alla Consob e all'ESMA (l'Autorità Europea degli Strumenti finanziari e dei Mercati) il superamento e il ritorno entro i limiti delle soglie che determinano la qualifica della controparte in questione.

Un aspetto interessante del regolamento EMIR per quel che concerne i derivati è relativo al concetto di standardizzazione: infatti le regole precedenti si riferiscono a questa tipologia di contratti derivati, ma il regolamento stesso non definisce in modo preciso ed esauriente quali siano questi standard, rinviando all'ESMA per una nozione precisa di contratto derivato standardizzato. Questa lacuna è un aspetto debole del regolamento, in quanto tutte le misure normative e prudenziali sono date proprio per le tipologie standard di derivati scambiati sui mercati OTC¹⁰³.

¹⁰³ Cfr. Sepe M., *La contrattazione "over the counter"*, Riv. Trim. dir. Econ. 1 (2011), pp 45sgg.

In ogni caso, il regolamento europeo si mostra più stringente del Dodd-Frank Act, sotto vari aspetti, che sintetizziamo brevemente:

- Tutti gli attori del mercato finanziario europeo (investitori, trader, istituti di credito, hedge fund, etc.) che operano sul mercato OTC devono documentare le transazioni concluse tramite una “confirmation”, laddove negli Stati Uniti quest’obbligo vige soltanto per i soggetti che trattano in modo continuativo e professionale i prodotti derivati, mentre il cliente non è soggetto a questa documentazione.
- La normativa EMIR riguarda tutti i derivati scambiati sul mercato OTC, indipendentemente dal sottostante, quindi per esempio non soltanto i derivati su credito ma anche i derivati su equity, tasso, commodity, etc. Negli Stati Uniti il focus del legislatore del Dodd-Frank Act è su particolari contratti derivati su credito.
- Negli Stati Uniti, per quanto riguarda i contratti swap, soltanto una delle due controparti deve assumersi la responsabilità della segnalazione al momento della transazione, e per l’intero intervallo di validità del contratto. In particolare, se una delle due controparti è un venditore di swap statunitensi, è questa che ha l’obbligo di segnalazione. Al contrario, l’EMIR prevede sempre che entrambe le controparti siano soggette alla segnalazione della transazione nel repertorio dati: oltre all’onere dell’adempimento formale, questo implica che i controlli possono essere svolti in modo incrociato, il che è una circostanza non trascurabile in quanto una segnalazione imprecisa può dar luogo a sanzioni sia aziendali che personali. L’adempimento della segnalazione presenta anche un vincolo tecnologico, in quanto si richiede che esso sia fatto in “real time” (cioè istantaneamente), una modalità che certe imprese hanno difficoltà ad adempiere.
- Sotto il regolamento EMIR, le segnalazioni di transazioni valgono sia per quelle sul mercato OTC che regolamentato, mentre il Dodd-Frank Act lo richiede soltanto per il mercato OTC.

Queste differenze non sono tecnicismi ma impattano sull’operatività dei partecipanti al mercato, pesano sulla loro efficienza ma consentono controlli più accurati e puntuali.

3.3 L'impatto delle nuove regole sui mercati OTC dei derivati

Limitando d'ora in avanti il nostro discorso alla normativa europea, per renderlo ancor più specifico al caso italiano nel prossimo capitolo, in questo paragrafo proviamo a tracciare alcune conseguenze delle modifiche normative che sono state fin qui descritte relativamente al mercato dei derivati OTC.

Il regolamento europeo pone particolare attenzione alla comunicazione e trasparenza delle informazioni: in particolare le controparti, come le banche ma anche le imprese che sottoscrivono i contratti derivati, devono segnalare tutte le operazioni che eseguono su contratti derivati, sia nel mercato exchange traded che nel mercato OTC. Anche una qualsiasi modifica contrattuale va notificata affinché ne resti traccia nel trade repository, il che può essere fatto tramite un codice del quale la controparte si deve dotare, il LEI (Legal Entity Identifier), che per esempio in Italia è rilasciato da Infocamere (cfr. <https://lei-italy.infocamere.it/leii/Home.action>).

La motivazione di questa stretta è legata a uno dei pilastri del regolamento EMIR, vale a dire l'incremento della trasparenza nelle informazioni, soprattutto in vista della riduzione del rischio di controparte.

Naturalmente è una semplificazione eccessiva il ritenere che, prima dell'entrata in vigore di questo regolamento, non fosse disponibile nessuna informazione in merito alle transazioni condotte a termine sui mercati OTC dei derivati, in quanto esistevano associazioni che collezionavano i dati relativi a questi scambi come per esempio l'International Swaps and Derivatives Association, che non soltanto raccoglie dati ma che ha anche definito degli standard informatici (dei protocolli XML) per la trasmissione di questi dati in un formato universale (cfr. <https://www.isda.org/>).

Tuttavia la crisi ha fatto chiaramente emergere il deficit informativo e le asimmetrie informative dei mercati OTC sulle quali ci siamo dilungati in precedenza, soprattutto per quel che concerne gli stessi soggetti che avrebbero dovuto vigilare. Sicuramente una iniezione di trasparenza, nelle intenzioni del legislatore europeo, era necessaria non soltanto per bilanciare queste asimmetrie ma anche per ridare fiducia agli investitori: infatti un effetto della crisi è stato il crollo nella reputation degli strumenti derivati, da più parti additati come strumenti intrinsecamente speculativi, spesso per via della confusione fra lo strumento e il mercato sul quale viene scambiato (oltre che per l'uso che se ne fa). E, come ovvio, una rinnovata fiducia

in questi strumenti e nei mercati in generale è vista come un elemento fondamentale per promuovere una nuova fase prociclica nell'economia globale¹⁰⁴.

La richiesta di trasparenza impatta in particolare sul market maker, il ruolo che viene svolto dalla controparte finanziaria, tipicamente una banca, che vende il derivato e quindi stabilisce il prezzo “da modello” (cioè tramite un algoritmo di pricing) e non “da mercato”.

In effetti l'impatto di questa maggiore richiesta di trasparenza è sui market-maker, un ruolo svolto nel caso dei derivati scambiati sul mercato OTC dalla controparte finanziaria, tipicamente una banca, con la conseguente necessità di adattare le proprie infrastrutture e le proprie competenze per poter far fronte alla richiesta di delucidazioni sui metodi di pricing dei derivati: infatti chi vende il derivato ne chiede il prezzo al cliente, e questo prezzo deve corrispondere al prezzo indicato da un modello “fair”, cioè da un modello matematico implementato in una procedura informatica.

Non soltanto la banca deve disporre delle competenze scientifiche e tecniche per poter implementare il modello, ma anche dei dati di mercato con i quali alimentarlo, che tipicamente sono acquisiti da fonti come Bloomberg o Reuters, che vendono abbonamenti a diverse tipologie di accesso ai dati e che richiedono comunque una infrastruttura informatica non banale per essere gestite.

Oltre a questo e non meno importante, il market maker deve utilizzare il modello per stimare il rischio insito nello strumento che viene prezzato: se la teoria del pricing dei derivati è ormai sviluppata e scientificamente soddisfacente¹⁰⁵, i modelli di valutazione dei rischi per questi prodotti non hanno fornito risultati analogamente efficaci, o semplicemente non sono stati sviluppati e implementati con il grado di precisione richiesto, il che ha comportato spesso una differente valutazione del rischio da parte di due controparti ugualmente dotate di strumenti e conoscenze matematiche necessarie al pricing, sul quale invece convenivano, e quindi la nascita di contenziosi¹⁰⁶.

Un altro aspetto importante è la tempestività della comunicazione: ambo le parti coinvolte nella stipula e vendita di un derivato OTC devono trasmettere le condizioni del

¹⁰⁴ Cfr. Sasso L., *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, Giurisprudenza commerciale (2012) No. 6, pp.1020-1040..

¹⁰⁵ Cfr. Hull, *cit*; Cesari, *cit*.

¹⁰⁶ Cfr. European Commission, *Impact Assessment accompanying the Proposal on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, COM 484/2010, on line: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm

contratto nel minor tempo possibile, tipicamente tramite strumenti elettronici, entro dei termini normativi che vanno dalla seconda giornata lavorativa al settimo giorno successivo la sottoscrizione.

L'impatto di queste regole di comunicazione sulle controparti piccole (si pensi al tessuto connettivo dell'economia italiana che è formato da piccole e medie imprese, e spesso da microimprese) può essere non banale, sia per la dotazione tecnologica che richiedono (per esempio la firma digitale) sia per le spese che comporta "attrezzarsi" per poter essere completamente adempienti a queste regole.

Esiste inoltre l'obbligo di "riconciliare il portafoglio", vale a dire in sostanza la riconciliazione delle valutazioni dei contratti: usualmente, dato che sul mercato OTC, come abbiamo visto, non esistono reali prezzi di mercato ma è la controparte finanziaria che fa da market maker, stabilendo il mark-to-market per mezzo di metodi di calcolo e pricing dei derivati, basati su modelli matematici tipicamente molto sofisticati, tanto che si parla di "mark-to-model" più che di mark-to-market in questi casi.

Sempre pensando al caso italiano, è facile capire come la controparte finanziaria, tipicamente una banca, sia in posizione di superiorità rispetto alla controparte non finanziaria, tipicamente una piccola impresa: nel contratto la banca solitamente sancisce la propria modalità di calcolare il mark-to-market che l'altra controparte deve accettare come parte integrante del contratto, togliendole quindi potere negoziale in proposito. A questo si aggiunga che le eventuali controversie riguardo il prezzo del contratto sono da risolversi entro cinque giorni lavorativi: chiaramente questo implica che entrambe le parti dovrebbero avere la capacità di calcolare il mark-to-market in modo veloce, mentre solitamente la controparte non finanziaria non è in grado di farlo, a meno di affidarsi a consulenti terzi.

Abbiamo visto come il Dodd-Frank Act contenga delle norme a tutela delle controparti centrali: in esso queste ultime vengono definite come qualsiasi persona che gestisca un sistema multilaterale al fine di trasferire, compensare o regolare pagamenti, titoli o altre operazioni fra le istituzioni finanziarie o fra le istituzioni finanziarie e le persone fisiche, e sono distinte in due tipologie:

- Le central counterparties di compensazione dei derivati;
- Le agenzie di compensazione, che gestiscono le securities.

Anche il legislatore europeo ha operato una distinzione di questo tipo, e in particolare ha posto l'accento sui poteri e sugli oneri delle controparti centrali: in effetti, un aspetto che è

sicuramente emerso dalla discussione precedente in merito alla normativa EMIR, oltre all'accento posto sul controllo delle transazioni, o meglio sulla loro controllabilità e tracciamento, è sicuramente legato al "clearing" dei contratti derivati: lo scopo è certamente di contenere le storture del mercato OTC, in particolare l'opacità e la difficile valutazione del reale rischio di certi strumenti.

Per ottenere un reale miglioramento dei mercati sicuramente un primo elemento è promuovere le piattaforme elettroniche di transazione, cioè i sistemi telematici che, come è stato già rilevato, consentono anche un facile trattamento e una storicizzazione delle informazioni relative alle transazioni. A questo si aggiunge la richiesta di notificare le transazioni in un registro di trade repository.

Oltre a questo l'introduzione di margini di garanzia per gli strumenti illiquidi e il ricorso alle controparti centrali per il clearing dei contratti OTC. In effetti, le controparti centrali divengono, nell'intenzione del legislatore, l'osservatorio privilegiato dove andare a cogliere i segni di una eventuale crisi sistemica, e per questo anche le entità che possono frenare il contagio derivante da una tale crisi. L'esperienza della recessione del 2008 è quindi palesemente una delle linee guida dell'azione legislativa in questo senso.

La controparte centrale che viene a interpersi fra le controparti in una transazione OTC gioca quindi un ruolo fondamentale nella nuova normativa, in quanto consente con questo clearing bilaterale non soltanto di garantire le controparti dal rischio di credito, dal rischio operativo e dal rischio sistemico, ma anche di consentire quella trasparenza e tracciabilità delle transazioni che mancava al mercato OTC.

Il ruolo della controparte centrale non crea, nelle intenzioni del legislatore europeo, un ostacolo all'operatività e alla profittabilità delle transazioni per le due controparti, ma al contrario dovrebbe recare vantaggi anche di natura economica: in effetti, i costi di transazione dovrebbero abbattersi con questa nuova disciplina, in quanto non gravati dalle attività di risk management che le controparti devono (o dovrebbero) mettere in atto per tutelarsi rispetto ai vari rischi derivanti dalla contrattazione sul mercato OTC.

D'altra parte, se i costi di transazione non tenevano conto di queste coperture, la nuova disciplina produce valore proprio nel fornire reali garanzie contro rischi sottovalutati.

Dunque il legislatore europeo ha inteso assegnare alle controparti centrali un ruolo chiave relativamente alle seguenti funzioni di miglioramento del mercato OTC:

- Rendere maggiormente liquido il mercato e quindi rendendo più semplice entrare (e uscire) dal mercato OTC da parte degli operatori.
- Aumentare la information disclosure, soprattutto per quanto concerne il rischio di credito legato al contratto.
- Mitiga in generale molti dei rischi nascosti o trascurati dalle controparti.

Una controparte centrale gestisce tipicamente un gran numero di transazioni giornaliere in prodotti finanziari, e opera su enormi quantità di nozionale complessivo: per questi motivi il default di una controparte centrale può veramente essere considerato un evento catastrofico a livello sistemico.

Per questo motivo, una controparte centrale che sia in difficoltà può chiedere l'accesso alla liquidità della banca centrale, come ultima istanza, per tamponare il suo stato di crisi e scongiurare un default che avrebbe conseguenze sul mercato nazionale, e internazionale, molto pesanti. Il fatto che una controparte centrale possa effettivamente divenire insolvente è legato a una pletora di motivazioni, che vanno da rischi operativi o semplicemente imprevisti, al relazionarsi con altri attori del mercato di grandi dimensioni, al moral hazard, alla compensazione obbligatoria e alla concentrazione del rischio che ne segue, o semplicemente a una crisi di liquidità. Analizziamo alcuni di questi fattori.

Per quanto riguarda il rischio operativo questo è legato alla possibilità di errore sia da parte umana che da parte di procedure o dispositivi automatici (per esempio un bug nel software, un componente hardware difettoso, un problema di comunicazione, etc.) che intervengono in modo essenziale nelle transazioni e nella liquidazione delle posizioni. Naturalmente questo rischio, che è legato alla presenza dell'errore sistematico, si amplifica con la mole di transazioni condotte.

Il moral hazard riguarda principalmente la compensazione con una controparte centrale: in effetti quest'ultima solitamente copre le proprie controparti ridistribuendo le perdite derivanti dal default di una controparte che ha fornito la compensazione, e questa modalità può generare l'impressione che la controparte centrale sia in grado di coprire rischi più alti di quelli che gli operatori del mercato possono assumersi.

Per contenere questo moral hazard, le controparti centrali solitamente chiedono ai propri membri compensatori una serie di requisiti di garanzia: in generale le controparti centrali dovrebbero selezionare i propri membri compensatori fra grandi istituzioni finanziarie, con una buona liquidità, alle quali possano chiedere conto dei propri margini di garanzia e

copertura. Un'altra evidente fonte di rischio morale è legata ai contratti derivati scambiati sul mercato OTC.

Le banche centrali possono cautelarsi rispetto al moral hazard delle controparti centrali potendo dire l'ultima parola in merito all'estensione della liquidità di emergenza nei loro confronti in caso di possibile default, e le stesse banche centrali, unitamente agli istituti di vigilanza, devono garantire che gli standard di risk management delle controparti centrali, nonché le procedure di default, siano sufficienti a coprire il rischio di default derivante dalle diverse compensazioni offerte dalla controparte.

Il default rimane l'evento al quale la controparte centrale deve non farsi trovare impreparata, avendo preventivamente messo in campo delle misure preventive idonee: un esempio è la tecnica di close-out netting. In caso di insolvenza di un membro compensatore, la controparte centrale sarà tenuta a chiudere le posizioni dell'insolvente con un contratto di compensazione (multilateral close-out netting), il che vuol dire che un nuovo contratto va a sostituire tutti quelli da chiudere, il cui valore rappresenta l'esposizione netta di uno dei due contraenti nei confronti dell'altro. In questo modo si chiudono tutte le posizioni degli insolventi e si calcola un unico importo netto della controparte inadempiente.

Pertanto, una controparte centrale ridistribuisce il rischio di controparte fra tutti i membri compensatori e quindi riesce a diversificarlo e assorbito la perdita che altrimenti ciascuna singola controparte avrebbe dovuto assumersi in caso di solvibilità. Va notato esplicitamente che le risorse economiche per questa copertura sono sostanzialmente derivate da garanzie, quali un meccanismo di margini a carico dei membri, un fondo di garanzia comune, delle assicurazioni, etc.

Si noti che questa modalità di chiudere le posizioni di default è tipica dei mercati regolamentati, e tuttavia le clearing house svolgono questo servizio anche per il mercato OTC, come per esempio la London Clearing House (cfr. <https://www.lch.com/>), che lavora anche nel mercato statunitense.

In Italia esiste una unica controparte centrale autorizzata (con provvedimento del 2014 da parte della Banca d'Italia in intesa con la Consob), precisamente la società Cassa di compensazione e garanzia S.p.a. che è parte del London Stock Exchange Group (cfr. <https://www.lseg.com/areas-expertise/post-trade-services/ccp-services/ccg>), che usa come sistema di protezione le garanzie richieste ai membri, un sistema di margini, oltre a risorse patrimoniali e finanziarie addizionali. Questa società è nata inizialmente proprio per svolgere

il ruolo di compensazione per prodotti derivati, per poi approdare anche ad altri mercati finanziari, come quello obbligazionario e dei titoli di stato.

Il meccanismo della compensazione attraverso una controparte centrale, che assume le posizioni derivanti dal contratto fra le due parti, subentrando in questo contratto, consente di assorbire e mitigare sia i rischi operativi che di controparte, come abbiamo visto, e per questi motivi la questa compensazione è obbligatoria per la maggior parte dei contratti stipulati sul mercato OTC, sebbene non estesa all'intero mercato. Questo consente in particolare la stipula di contratti non standardizzati, che tuttavia hanno maggiori oneri di capitale e di margini di garanzia: questo stesso principio vige nella legislazione del Dodd-Frank Act.

Il regolamento EMIR, come pure il Dodd-Frank Act, consente anche di definire una figura di "investitore qualificato", che sarebbe chi assume posizioni importanti sul mercato, che quindi è necessario porre in modo stringente sotto gli obblighi di trasparenza: questo status di investitore qualificato è legata a soglie percentuali minime legate a particolari standard tecnici definiti di concerto fra i paesi membri dell'Unione Europea e dagli organismi europei preposti come la ESMA.

In generale una controparte centrale, per essere riconosciuta in quanto tale, deve, ai sensi dell'EMIR e delle altre normative collegate che abbiamo menzionato in questo capitolo, possedere almeno le seguenti caratteristiche (cfr. il report dell'International Organization of Securities Commissions <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>):

- Un adeguato margine di copertura: questo deve derivare dai margini imposti ai membri per limitare le proprie esposizioni creditizie, e dovrebbero consentire di coprire le esposizioni potenziali.
- Risorse finanziarie sufficienti per sostenere e assorbire il default del partecipante verso il quale la controparte centrale ha la maggiore esposizione.
- Procedure di default accuratamente documentare che devono garantire la dovuta tempestività nel contenere le perdite derivanti da un default e consentire di continuare a svolgere l'attività di clearing: queste procedure devono essere rese pubbliche in modo da consentire gli audit delle autorità di vigilanza.

I margini sono in particolare una caratteristica fondamentale, che si articola tecnicamente in maniera assai complessa: in particolare, una controparte centrale deve rivalutare quotidianamente il sistema di margini delle sue posizioni aperte, in modo da controllare l'evolversi delle esposizioni e poter agire tempestivamente in caso di problemi.

Come si è detto, le controparti centrali chiedono ai partecipanti le risorse per definire questi margini, che sono considerati una specie di deposito performance restituito al momento della liquidazione di una transazione (a meno di insolvenza ovviamente). Le controparti centrali chiedono solitamente due tipologie di margini ai partecipanti, un margine iniziale e un margine di variazione.

Il margine iniziale offre alla controparte centrale la garanzia verso inadempienze future, cioè alla liquidazione delle posizioni acquisite: si calcola utilizzando particolari modelli matematici che tengono conto delle variazioni di prezzo nel breve periodo e che utilizzano le serie storiche del titolo, e si esprime in percentuale.

Il margine di variazione occorre invece in quanto la il mark-to-market (che consente la rivalutazione delle posizioni) consente di determinare l'utile o la perdita dello strumento finanziario scambiato nella transazione: si calcola con una formula che consiste nel moltiplicare il differenziale del prezzo di chiusura odierno rispetto a quello del giorno lavorativo precedente per il numero di contratti per il volume del contratto. In effetti la rivalutazione del margine di variazione è giornaliera, e questi margini sono versati dai partecipanti alla controparte centrale all'orario di apertura delle quotazioni, nella divisa della banca centrale.

Se un partecipante non corrisponde il margine viene considerato come insolvente e le sue posizioni vengono liquidate.

L'impatto della disciplina delle controparti centralizzate e del loro ruolo nella compensazione dei contratti derivati OTC è sicuramente notevole e una valutazione complessiva va al di là delle poche pagine di questo capitolo: è tuttavia importante, ai fini della discussione legata allo studio del caso specifico, nella realtà italiana, che svolgeremo nel prossimo capitolo, avere una idea di questo impatto e delle sue conseguenze sul modo di fare finanza, soprattutto da parte di istituzioni e privati che sia affacciano sul mercato in cerca di coperture, tutele e garanzie.

Come abbiamo già rimarcato, le regole di trasparenza introdotte dal legislatore europeo hanno sicuramente un costo non banale: la valutazione precisa, replicabile e documentata di uno strumento finanziario richiede una infrastruttura e delle competenze specifiche che generano costi fissi al market maker. E questi costi vanno pensati non per un singolo prodotto ma per un portafoglio di prodotti.

Nel caso dei derivati su credito, che sono poi quelli sui quali maggiore è l'attenzione quando si parla dei rischi che hanno indotto all'emanazione dei regolamenti e delle normative che abbiamo discusso, l'analisi è ancor più complicata in quanto non si basa semplicemente su dati di mercato che alimentano un modello ma prevede anche analisi economiche e giuridiche relative alla valutazione del rischio di default di una data impresa, o all'estinzione prematura di un ingente numero di prestiti cartolarizzati, o a clausole specifiche che il contratto derivato può prevedere e che richiedono valutazioni e stime.

D'altra parte, gli obblighi stringenti di trasparenza imposti dalle normative non mitigano necessariamente l'asimmetria nelle informazioni, tanto che molta dottrina si è espressa in modo scettico sull'efficacia di queste misure di trasparenza come deterrente del debito informativo delle controparti non finanziarie¹⁰⁷. E' invece fuori di dubbio che aggiungere oneri, in pratica costi, alle organizzazioni finanziarie rende il mercato meno efficiente e crea il rischio che questi oneri si traducano in spread sui prezzi offerti ai clienti per i prodotti finanziari.

Un'altra preoccupazione e obiezione in merito alla disciplina legislativa sussunta dall'EMIR è che la controparte centrale diviene una sorta di "collo di bottiglia" della gestione dei rischi del contratto che viene da essa compensato: per esempio il rischio operativo della controparte centrale diviene un punto di criticità notevole, e quindi, in qualche senso, i rischi sono soltanto trasferiti piuttosto che mitigati. Sicuramente il legislatore è consapevole di questo, tant'è che le controparti centrali, come testimonia il plurale, sono diverse, una per ogni ambito di mercato, proprio nell'ottica della limitazione dei rischi¹⁰⁸.

A questo va anche aggiunto un particolare non trascurabile, vale a dire che le controparti centrali, per quanto abbiano di fatto lo status di "agenti istituzionali", in quanto soddisfano una esigenza normativa e svolgono un ruolo che può essere considerato di contenimento del rischio sistemico, sono pur sempre molto spesso entità private, per esempio istituti di credito, che, oltre a questa attività, sono presenti sul mercato in molte altre vesti come investitori o anche speculatori.

Abbiamo già accennato al tema del moral hazard: questo rischio potrebbe derivare dalla potenziale posizione di conflitto di interessi di una controparte centrale, per esempio da

¹⁰⁷ Fra i primi cfr. Schwarcz S.L., *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, Utah Law Review (2008), p.1109, on line: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113034

¹⁰⁸ Cfr. Duffie D., Zhu H., *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, Rev. Asset Pric. Stud. 1 (2011), pp.74-95.

un lato esse si potrebbero considerare “too big to fail” e di importanza strategica per combattere il rischio sistemico, con la conseguenza di comportamenti rischiosi se non spregiudicati e opportunistici derivanti da questa posizione di “privilegio” nel mercato dei derivati: si tratta pur sempre di società a scopo di lucro.

Senza contare che l'introduzione di un numero troppo grande di controparti centrali se da un lato contribuirebbe a distribuire ulteriormente il rischio sistemico, dall'altro potrebbe instaurare un meccanismo competitivo, nel quale la leva competitiva potrebbe anche essere un alleggerimento nel rigore dei requisiti che le controparti devono rispettare per entrare nella negoziazione di un derivato, in particolare i margini di garanzia, sia iniziali che di variazione: questo è solo uno degli esempi che si potrebbero portare in proposito, ma illustra bene come si potrebbero generare comportamenti rischiosi ottenendo l'effetto opposto a quello voluto con l'applicazione della normativa¹⁰⁹.

Malgrado queste perplessità, il meccanismo di compensazione attraverso le controparti centrali sembra la via giusta, e irreversibile, per introdurre una regolamentazione non invasiva nel mercato dei derivati OTC. Sicuramente le maggiori garanzie di operatività che queste organizzazioni offrono consentono di abbattere molti dei rischi operativi che precedentemente erano sottostimati ma presenti, basterà pensare al fatto che le transazioni che passano per queste controparti centrali devono avvenire necessariamente tramite sistemi di conferma elettronica di accettazione dei contratti, per scongiurare possibili errori umani¹¹⁰.

La liquidità cui le controparti centrali possono avere accesso, per esempio attraverso le banche centrali, al di là dei rischi di moral hazard che abbiamo sottolineato consente comunque di svolgere al meglio il compito di compensazione.

Inoltre è inverosimile che una controparte centrale non si organizzi per controllare internamente i propri processi e le proprie transazioni, e soprattutto per risolvere in modo tempestivo gli eventi di default, senza che questi abbiano per esempio modo di propagarsi all'esterno, aggravando ancor di più la posizione della controparte insolubile sul mercato e rendendo quindi difficile un eventuale salvataggio della stessa.

Per tenere sotto controllo tutti questi fattori e rendere al contempo il lavoro delle controparti centrali efficiente e per loro profittevole, le organizzazioni del settore hanno sottoscritto alcune regole che sono racchiuse nell'European Code of Conduct for Clearing and

¹⁰⁹ Cfr. Sasso, *cit.*

¹¹⁰ *Ibidem.*

Settlement¹¹¹, un codice di autoregolamentazione che mira a fornire regole per migliorare le performance delle controparti centrali nel mitigare il rischio di controparte e soprattutto per facilitare le operazioni fra mercati diversi, separati da frontiere nazionali, che è una delle problematiche di natura giuridica nell'operato delle controparti centrali. Anche lo scambio di informazioni e una sorta di patto di mutuo sostegno fanno parte di queste regole.

In definitiva la regolamentazione europea, ma anche quella statunitense (e altre che si sono affermate in paesi come il Canada), focalizzando l'attenzione sui meccanismi per ridurre il rischio sistemico e standardizzare il mercato OTC ha spostato alcune di queste problematiche sulle entità finanziarie che dovrebbero incaricarsi di gestire i rischi e anche la standardizzazione: se per i mercati molto liquidi, quali quelli su cambi e tassi, i meccanismi immaginati consentono una operatività efficiente e quindi sia la salvaguardia dell'efficienza del mercato che l'abbattimento dei livelli di rischio sistemico, per i mercati meno liquidi i benefici sono ancora tutti da dimostrare.

Tuttavia la strada è tracciata e, man mano che le legislazioni nazionali recepiscono queste indicazioni, il ruolo e l'operatività delle controparti centrali diverrà sempre più cruciale e centrale per il funzionamento dei mercati OTC dei derivati.

Capitolo 4.

Studio di un caso: i comuni italiani

In questo capitolo finale utilizzeremo il materiale articolato nei capitoli precedenti per studiare un caso specifico relativo al mercato OTC dei derivati, alla sua regolamentazione e alle sue conseguenze: l'uso dei derivati da parte degli enti territoriali italiani, e in particolare i comuni, negli ultimi quindici anni e in particolare negli anni della grande recessione economica.

Nel primo paragrafo ricostruiremo le motivazioni che hanno indotto i comuni italiani a rivolgersi al mercato dei derivati OTC (principalmente opzioni e swap su tasso di interesse

¹¹¹ Cfr. Federation of European Securities Exchanges, European Association of Clearing Houses and European Central Securities Depositories Association, *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, 2006.

come sottostante), in che modo è avvenuto questo loro ingresso nel mercato e quali ne sono state le conseguenze e le criticità.

Nel secondo paragrafo illustreremo il quadro di riferimento normativo, mutato nel corso degli anni, in seno al quale questa vicenda si è svolta e mostreremo come l'attenzione del legislatore sia stata anche indirizzata dalle vicende specifiche del caso di nostro interesse, in virtù dell'importanza strategica delle realtà pubbliche locali.

In seguito ci interrogheremo sulla convenienza economica dei contratti derivati, vista dalla prospettiva degli enti locali, e mostreremo come le diverse ambiguità e opacità di questi contratti abbiano consentito agli intermediari di vendere contratti non convenienti per i comuni, ma anche quale sia il corretto metro di valutazione di questi prodotti, in una prospettiva di trade-off fra rischio e costo.

Vedremo nell'ultimo paragrafo un caso di errata valutazione sia del costo che del rischio da parte del comune di Milano in un famoso contenzioso molto discusso sia nella dottrina che nelle cronache giornalistiche.

Per concludere, tratteremo qualche possibile scenario futuro, ricordando in particolare come i contratti derivati non costituiscano uno strumento sbagliato o "tossico" per se stesso ma solo per l'uso inconsapevole che se ne è fatto, e come una accorta regolamentazione, meno restrittiva della presente che di fatto impedisce la stipula di derivati, possa al tempo stesso tutelare gli enti locali rispetto ai problemi del passato, che tanti contenziosi hanno generato, e al tempo stesso offrire dei validi strumenti di ristrutturazione del debito e di investimento.

4.1 L'uso dei derivati nei comuni italiani

Le pubbliche amministrazioni, e in particolare le pubbliche amministrazioni locali, spesso si trovano a dover perseguire attività pluriennali che coinvolgono progetti lunghi e complessi, con costi importanti e spesso difficili da gestire: prescindendo dalle amministrazioni centrali (come i ministeri, l'INPS, etc.) che tipicamente bandiscono gare molto complesse e voluminose in termini di investimento, le amministrazioni locali come regioni, province e comuni, hanno necessità di realizzare infrastrutture, sia fisiche che telematiche, di ristrutturare complessi edilizi e in generale di mantenere i servizi offerti alla cittadinanza.

Oltre a queste necessità, spesso i comuni devono fare fronte a un indebitamento e a una situazione di bilancio che porta i segni di errori pregressi, mentre sono ovviamente bisognose di liquidità per le attività correnti: tagli e operazioni di saving possono limitare questi danni, ma spesso, se è necessario svolgere delle attività e manca la liquidità necessaria, gli enti locali come i comuni sono costretti a chiedere dei finanziamenti per poter assolvere ai loro compiti.

I soggetti ai quali i comuni si rivolgono per queste forme di finanziamento sono ovviamente le banche, cui si devono letteralmente affidare: queste ultime predispongono tipicamente dei contratti ad hoc, per venire incontro alle specifiche esigenze della pubblica amministrazione locale. Nel corso degli anni, in special modo fino alla piena maturità della crisi economica, il rapporto fra banche e comuni in questo senso è stato improntato alla sostanziale mancanza di trasparenza¹¹².

In particolare, quel che lamentano le associazioni dei comuni è una carenza normativa nell'obbligo di trasparenza nei loro confronti al momento dell'acquisto di prodotti finanziari a copertura di loro attività, in particolar modo rispetto ai prodotti derivati¹¹³: va tuttavia anche osservato come spesso, in questa richiesta di trasparenza, questa clientela istituzionale voglia soprattutto rassicurazioni sui reali rischi ma anche sulla convenienza economica di questi contratti, il che, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, non è completamente possibile se non per stime probabilistiche, visto che i sottostanti di questi prodotti sono sottoposti alle fluttuazioni future dei mercati.

Per questo motivo è forse eccessiva la posizione dell'ANCI quando scrive nel 2014 che

“la mancanza di norme che assicurino la trasparenza sulla convenienza economica del contratto derivato offerto dalla banca all'ente porterà necessariamente al protrarsi del rapporto conflittuale cui abbiamo assistito negli ultimi anni. Inoltre, la previsione che le banche e gli enti possano ristrutturare i contratti esistenti, in modo da chiuderli o metterli in regola, rappresenta, in assenza di norme sulla trasparenza, quasi un

¹¹²Cfr. IFEL, *L'uso dei derivati negli enti locali*, Fondazione ANCI, 2014.

¹¹³Ibidem.

*invito al sistema bancario a intervenire lucrando ulteriori commissioni non dichiarate.”*¹¹⁴

Tuttavia è innegabile che negli anni prima della crisi gli enti pubblici e in particolare le pubbliche amministrazioni locali come i comuni sono stati oggetto di intervento da parte delle banche nel proporre contratti volti a ristrutturare il debito cui abbiamo già accennato: una delle cause della necessità di questa ristrutturazione è stato il passaggio dalla valuta nazionale all'euro. Infatti gli enti locali avevano stipulato contratti di finanziamento a lungo termine con tassi fissi, tassi che sono sensibilmente calati agli inizi del XXI secolo, con la conseguente necessità da parte degli enti locali di ridurre il loro onere di interessi sul debito. Gli interventi finanziari pensati per porre rimedio a questo stato di cose, come l'emissione di BOC (Buoni Obbligazionari Comunali), in analogia ai BOT emessi dallo Stato, non hanno sortito l'effetto desiderato, spianando la strada all'intervento delle banche.

In un momento di relativa fiducia e crescita, prima della crisi economica, le banche hanno spesso offerto prodotti strutturati nei quali i derivati non erano usati a copertura, o meglio non soltanto a copertura, ma anche con finalità speculative dettate dalle ipotesi sui trend di crescita dei mercati finanziari. I comuni, dal canto loro, non hanno operato quell'analisi serrata dei rischi, che sarebbe sempre necessaria prima di imbarcarsi in un finanziamento che deve coprire un ammanco di liquidità.

Un esempio tipico di contratto proposto agli enti locali erano delle “opzioni digitali”, legate cioè a un evento che può accadere o meno, come il superamento di una certa soglia fissata di un valore di mercato. Per esempio un comune soggetto al ribasso dei tassi avrebbe potuto convenire con la banca di pagare un tasso fisso, inferiore a quello alto pagato al momento della stipula del contratto, se questo fosse sceso sotto una certa soglia. Se invece il tasso rimaneva comunque al di sopra della soglia, l'ente avrebbe pagato il tasso maggiorato di uno “spread” fisso aggiuntivo alla banca.

Questo meccanismo non è semplicemente di copertura ma anche speculativo, e le opzioni digitali (che si chiamano anche “binarie”) sono esplicitamente considerate delle “scommesse” su un evento finanziario da evitare se si vuole investire in copertura con una

¹¹⁴Ibidem.

gestione del rischio ragionevole¹¹⁵. Lo scambio di questi prodotti e l'acquisto incauto da parte dei comuni portò il legislatore a intervenire nel 2005 con una norma che proibiva l'acquisto di prodotti speculativi di questo tipo.

Naturalmente questa restrizione non precludeva l'uso di derivati da parte dei comuni e degli altri enti pubblici, ma semplicemente tentava di limitare l'uso improprio di strumenti speculativi usati per la copertura. La necessità dell'uso dei derivati è tuttavia fuori discussione: infatti gli altri due strumenti di finanziamento alternativi sono i finanziamenti a tasso fisso e quelli a tasso variabile.

In effetti, una sana politica di bilancio da parte di un ente pubblico deve prevedere diversi strumenti finanziari per diverse necessità: in alcuni casi i finanziamenti a tasso fisso possono assolvere al loro compito, come pure i finanziamenti a tasso variabile. In generale anche queste opzioni più "tradizionali" comportano dei rischi, che vale la pena ricordare in questo contesto.

Per esempio un finanziamento a tasso fisso, che è semplicemente uno scambio di pagamenti fissi a date prefissate, ha un valore attuale che è inversamente proporzionale al livello dei tassi di interesse: quando questi diminuiscono il debito aumenta il suo valore sul mercato, e viceversa. Per questo le opzioni digitali erano attraenti per i comuni, proprio perché stabilivano una soglia alla fluttuazione del tasso e quindi all'aumento del valore del debito. In ogni caso anche un investimento di questo tipo, "facile da capire" e quindi considerato trasparente, nasconde un rischio legato alle fluttuazioni del mercato.

Esistono ragioni tecniche, sulle quali non ci soffermiamo in questa sede¹¹⁶, che consentono di dedurre quanto il finanziamento a tasso fisso sia sconsigliabile nella maggior parte delle situazioni; una situazione analoga sussiste anche per il finanziamento a tasso variabile, che rappresenta l'altro estremo nello spettro delle soluzioni possibili di finanziamento: i derivati sono in qualche modo una via di mezzo fra queste due soluzioni.

Tuttavia, la situazione descritta in precedenza ha prodotto a ridosso della crisi tanti e tali contenzioni da indurre il Ministero dell'Economia a predisporre un regolamento per la definizione delle norme di utilizzo dei derivati da parte degli enti pubblici (sul quadro normativo ci concentreremo nel prossimo paragrafo), regolamento che si è orientato in

¹¹⁵ Cfr. Pape G., *Don't Gamble on Binary Options*, su [forbes.com](https://www.forbes.com/sites/investor/2010/07/27/dont-gamble-on-binary-options/#613e4ae30a87), on line: <https://www.forbes.com/sites/investor/2010/07/27/dont-gamble-on-binary-options/#613e4ae30a87>.

¹¹⁶ Cfr. IFEL, *L'uso dei derivati negli enti locali*, Fondazione ANCI, 2014.

sostanza a mettere mano ai problemi messi in luce con l'esempio precedente delle opzioni digitali, consentendo per esempio meccanismi di "cap" per coprirsi dal rialzo dei tassi.

Questo corrisponde a un uso dei derivati che viene incontro alla tipologia di problemi che gli enti locali hanno necessità di risolvere chiedendo un finanziamento strutturato alle banche: finanziarsi a tasso variabile ma con un limite di garanzia sul rialzo eccessivo del costo degli interessi nel caso in cui il tasso oltrepassi una certa soglia.

Oltre ai contratti "cap", che fanno esattamente questo, sono stati anche scambiati contratti "swaption" che consentono all'emittente (in questo caso la pubblica amministrazione) di pagare più, da un certo momento in poi, un tasso variabile ma un tasso fisso, o viceversa: si tratta di strumenti meno flessibili dei cap e che sono considerati più complessi.

Un altro tipo di strumento, che si è diffuso a seguito dei contenziosi citati e degli interventi regolatori, sono i "collar": si tratta sostanzialmente di contratti cap nei quali tuttavia il premio, pagato dalla pubblica amministrazione alla banca che vende il collar, non è in denaro ma è a sua volta un'opzione, che l'ente pubblico vende alla banca, e che protegge quest'ultima dal ribasso dei tassi sotto una certa soglia, chiamata "floor". Infatti in questi contratti la convenienza di una parte è opposta alla convenienza dell'altra e viceversa, cioè se il rialzo dei tassi danneggia l'ente pubblico, il loro ribasso danneggia la banca: questi "cap/floor" hanno quindi due soglie, una sorta di "striscia" nella quale avviene il flusso di cassa ordinario, fino a che una delle due soglie non viene toccata.

La rischiosità di questo tipo di prodotti non sta tanto nel meccanismo, quanto nelle soglie fissate: una soglia "floor" troppo alta, che è poco verosimile venga toccata, rende nella pratica il finanziamento simile a un tasso fisso. Questo caso non è stato infrequente e si dice che la struttura dei collar è asimmetrica, cioè il valore dell'opzione venduta dall'ente alla banca (il floor) è maggiore di quello venduto dalla banca all'ente (cap).

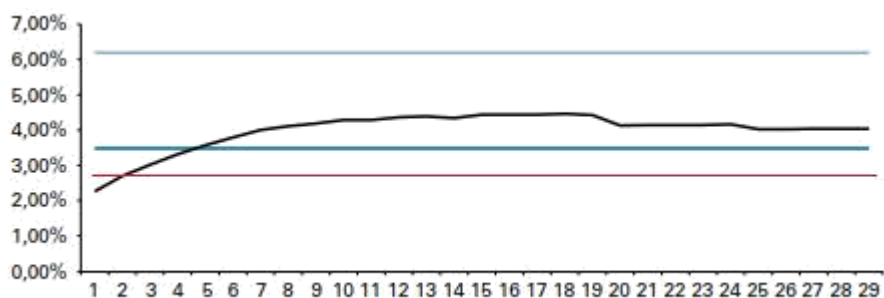


Figura 8. Esempio di "collar": il valore dei tassi è vicino al floor (linea blu), mentre una scelta più congrua sarebbe stata abbassare il floor al di sotto del 3%, come nella linea rossa (fonte: IFEL, cit., rielaborato).

La diffusione e l'uso di questo tipo di derivati ha quindi risentito da un lato in una poca dimestichezza con essi da parte degli enti locali e in particolare dei comuni, dall'altro dalle misure di profitto applicate dalle banche nella scelta dei parametri di questi contratti: il risultato è un sorprendente volume di contenzioso in questo ambito, e anche la diffusione di una certa diffidenza nei confronti di questo tipo di contratti.

4.2 Quadro normativo e orientamento interpretativo

Chiarito lo scopo e la tipologia d'uso dei derivati da parte dei comuni italiani negli ultimi decenni, e in particolare i problemi legati a un loro uso improprio, e amplificati dall'andamento fortemente recessivo del mercato finanziario internazionale, e dei valori macroeconomici, a cavallo degli anni 2010, è importante analizzare il quadro normativo nel quale questa situazione si è generata, e quali sviluppi tale quadro abbia subito a seguito dei problemi summenzionati¹¹⁷.

Prima della crisi economica il quadro normativo che consentiva ai comuni di utilizzare effettivamente strumenti derivati era dettato dalla legge finanziaria del 2002 (Legge 448/2001 del 28 dicembre 2001¹¹⁸), che all'art.41 si occupava di consentire alcune tipologie di finanziamento agli enti territoriali (quindi in particolare ai comuni), per le finalità di ammortamento del debito, citando espressamente i contratti swap.

¹¹⁷ Faremo riferimento in particolare alle seguenti fonti: Capriglione C., *I "derivati" dei comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2014, n.3 Giuffrè, parte 1, p.265; Lucantoni P., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2017, I, pp. 182-206.

¹¹⁸ Cfr. <http://www.camera.it/parlam/leggi/01448l.htm>.

Successivamente, con il Decreto Ministeriale 389/2003 contempla esplicitamente un paragrafo su “operazioni con strumenti derivati”¹¹⁹ che tratta in particolare di operazioni volte a coprire il rischio di cambio e soprattutto l’indebitamento pregresso generato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio, in particolare: *“in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, è fatto obbligo di prevedere la copertura del rischio di cambio mediante «swap di tasso di cambio», inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti.”*¹²⁰.

Il Decreto in questione cita esplicitamente i seguenti strumenti come consentiti per le operazioni di copertura e ristrutturazione del debito: swap su tasso di interesse, acquisto di contratti forward, acquisto di cap su tasso di interesse, acquisto di collar su tasso di interesse e loro combinazioni. Queste operazioni erano quindi lecite, ovviamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute, e limitatamente a sottostanti scambiati sui mercati del G7.

Una ulteriore integrazione normativa è stata aggiunta nel 2004 con una circolare del Ministero dell’Economia e delle Finanze volta a precisare i limiti di applicabilità del Decreto e a circoscriverne le interpretazioni in termini di strumenti e operazioni finanziarie¹²¹. In particolare si poneva l’accento sul rischio di credito e sull’uso di standard di rating per valutarlo. E’ anche interessante rilevare che questa circolare menziona esplicitamente la “particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l’attività in derivati”¹²².

Un esame di queste leggi e regolamenti mostra come l’attenzione dei legislatori e regolatori era volta essenzialmente a tutelare gli acquirenti di questi prodotti rispetto al rischio implicito in essi, come il rischio di credito e il rischio di mercato: una misura di garanzia verso l’esposizione a questi rischi è, in queste normative, la restrizione alla possibilità di entrare in posizioni su derivati soltanto con la finalità di ristrutturazione del debito. Qualsiasi altro uso preoccupava evidentemente il legislatore, perché i contraenti, in quanto enti territoriali e locali, sono esposti al rischio sistemico e possono essere agenti di propagazione

¹¹⁹ Cfr.

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/D.M._1_dicembre_2003_n._389.pdf

¹²⁰ Ibidem.

¹²¹ Cfr.

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/Circolare_MEF_27_maggio_2004.pdf

¹²² Ibidem.

di tale rischio, oltre a svolgere una funzione socialmente rilevante e quindi costretti a un uso delle risorse tutto volto all'ottimizzazione dell'erogazione dei servizi territoriali.

Al Ministero dell'Economia e delle Finanze, per mezzo della summenzionata circolare, era lasciato invece il compito di precisare in modo più tecnico i reali vincoli relativi a questi prodotti e alle modalità di transazioni consentite agli enti locali nell'entrare in posizioni di questo tipo.

Nel 2004 fu anche emanata la direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE, nota anche come MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) che mirava in primo luogo a razionalizzare il mercato finanziario dell'Unione Europea, ponendo come elemento fondante la tutela degli investitori e la loro differenziazione in base al grado di esperienza finanziaria, la promozione della competitività e della concorrenza, con particolare riferimento all'apertura degli scambi ai mercati non regolamentati (e viene proprio in mente il caso dei derivati OTC), l'ottimizzazione dei mercati e la conseguente riduzione dei costi dei servizi, ma soprattutto una maggiore trasparenza nei mercati.

Di particolare rilevanza sono gli obblighi informativi, e questo ha comportato un impatto sui rapporti di ciascuno di noi con le banche, che ora ci chiedono periodicamente autorizzazioni, ci inviano modifiche unilaterali delle condizioni e ci fanno compilare questionari di consapevolezza nell'uso degli strumenti finanziari e per la misurazione della propensione al rischio, proprio nell'ottica di non essere oggetto di offerte inappropriate per il nostro profilo di rischio.

Queste norme sono state recepite in Italia nel 2007, e proprio nei giorni in cui scriviamo queste pagine sta entrando in vigore un aggiornamento della MiFID, la MiFID II, nell'ordinamento italiano: di nuovo l'accento è posto sulla trasparenza, e implica, per gli intermediari, la necessità di valutare in modo ancora più appropriato e stringente le caratteristiche e il profilo del cliente al quale si vogliono proporre strumenti finanziari¹²³.

Le ratio che l'Unione Europea vuole trasmettere con queste direttive sono in sostanza due: *know your customer rule* (in pratica conosci il tuo cliente, quanto abbiamo già

¹²³ Il testo della direttiva europea 2014/65/UE che ispira il MiFID II si trova on line sul sito istituzionale dell'Unione Europea: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>.

menzionato) e *know your merchandise rule* (conosci il tuo prodotto, cioè nelle nostre fattispecie, sappi valutare il rischio delle posizioni del contratto che proponi)¹²⁴.

La trasparenza in queste norme è indotta secondo un meccanismo che impone l'obbligo di informazione attiva, cioè che impone all'intermediario di fornire ai clienti, anche prima di un eventuale vincolo contrattuale, tutte le informazioni necessarie, in forma corretta e chiara (dunque comprensibile anche a un non addetto del mondo finanziario) affinché questi possa comprendere la tipologia, le finalità e il profilo di rischio del prodotto che gli viene proposto. A proposito dei rischi, la normativa specifica le tipologie di rischio e per ciascuna di esse entra nel dettaglio di quali informazioni specificare e in che modalità.

L'aspetto interessante di questa normativa è anche che le informazioni devono essere fornite al livello adeguato rispetto alla consapevolezza e all'esperienza del cliente, che devono quindi essere state misurate preventivamente con questionari e altri strumenti di indagine¹²⁵.

In Italia il problema della trasparenza e delle asimmetrie informative, che come abbiamo visto possono porre l'intermediario in una situazione di superiorità e quindi nella possibilità di trarre profitto con maggiore probabilità in una transazione finanziaria, è oggetto di attenzione anche da parte della Consob: per esempio, quest'ultima, con la Comunicazione 9019104/2009¹²⁶, rivolta agli intermediari, ha indicato alcuni principi in modo molto chiaro, con particolare riferimento anche ai derivati OTC.

Vi si legge, per esempio:

“con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) ‘su misura’ per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in

¹²⁴ Cfr. Patroni Griffi U., *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, Rivista di Diritto Bancario, Ottobre 2012.

¹²⁵ Ibidem.

¹²⁶ <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c9019104.pdf/64f86e70-2bb0-460a-8f60-3dd079b6341d>.

caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.”¹²⁷

Il concetto di “adeguatezza” cui si fa qui riferimento è quello della convenzione di Basilea, che abbiamo discusso nel primo capitolo.

Infine è importante sottolineare come, dopo l’insorgere della crisi, siano state introdotte normative molto restrittive, anche di totale impedimento, per l’acquisto dei derivati da parte di enti pubblici e in generale per la loro compravendita sui mercati OTC: il Decreto Legge 112/2008 ¹²⁸ in particolare contiene un articolo 62 intitolato “contenimento dell’indebitamento delle regioni e degli enti locali” afferma esplicitamente che “*alle regioni, alle province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi.*” ¹²⁹

La legge di stabilità 2014 ha precisato queste restrizioni, e in sostanza permane il divieto di stipula di contratti relativi a strumenti finanziari derivati per gli enti locali territoriali, di procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati già in essere al momento dell’entrata in vigore della legge, di stipulare contratti di finanziamento che comunque includono derivati. L’unica eccezione sono i contratti cap (oltre a contratti di ristrutturazione ed estinzione anticipata di contratti già in essere).

Questa rapida rassegna del quadro normativo, peraltro in continua evoluzione, rende conto delle principali preoccupazioni del legislatore, che giungono tuttavia dopo che una significativa mole di contratti derivati sono stati venduti dagli intermediari agli enti locali, e in particolare ai comuni, senza le necessarie tutele di trasparenza che sono poi state imposte: da qui il numero notevole di contenziosi che si sono sviluppati nel corso degli anni.

¹²⁷ Ibidem.

¹²⁸ Cfr. <http://www.camera.it/parlam/leggi/decreti/08112d.htm>.

¹²⁹ Ibidem.

4.3 Analisi della convenienza economica

Nella discussione dei capitoli precedenti sui derivati abbiamo mostrato come questi possano costituire validi strumenti per coprire, speculare o arbitraggiare sui mercati finanziari senza la disponibilità di risorse patrimoniali ingenti: l'unico costo presente alla stipula di un contratto derivato è il prezzo che l'intermediario chiede per la stipula stessa del contratto.

Questo prezzo è solitamente caricato di un mark-up, ma è anche gravato di quelle che si chiamano "commissioni implicite" o anche "commissioni occulte"¹³⁰: in sostanza si tratta di elementi di costo inseriti nel contratto da parte degli intermediari, che concernono la copertura del rischio di credito, e varie commissioni per la strutturazione e gestione del derivato. Il nome di queste commissioni deriva dal fatto che non sono menzionate esplicitamente, ma implicite nella struttura del prodotto.

Un punto interessante è che questi costi, nei contratti stipulati per esempio con i comuni, non sono aggiunti in modo uniforme ma sono celati nella struttura: possiamo, per esempio, considerare il caso che abbiamo considerato alla fine del primo paragrafo, di un contratto collar asimmetrico, nel quale il valore del floor viene calibrato in modo da far gravare questi costi sul prodotto stesso. E' quindi impossibile scoprire che il costo è recuperato in questo modo a meno di non effettuare una analisi quantitativa (per esempio una simulazione numerica) dell'andamento del prodotto nel tempo rispetto alle proiezioni dei dati di mercato.

Imponendo per esempio a un collar un valore del cap, cioè l'assicurazione venduta dalla banca al comune, inferiore al valore del floor, che è la protezione venduta dal comune alla banca, l'efficacia del contratto e la sua ragion d'essere nei confronti del comune vengono a mancare, e il contratto si comporta come uno strumento finanziario a tasso fisso, come abbiamo già notato nel primo paragrafo.

Queste osservazioni preliminari sono fondamentali in quanto mostrano come la valutazione della convenienza economica nella stipula di derivati sia influenzata non soltanto dalla struttura e dalla tipologia del prodotto, ma anche dai parametri che sono utilizzati per determinare gli eventi contrattuali che fanno scattare le clausole di esercizio dell'opzione o del derivato in generale.

¹³⁰ Cfr. IFEL, *cit.*

Fatta salva questa premessa, per valutare se e come un comune ha realmente beneficiato nella stipula di un contratto derivato come un collar o una swaption, è necessario separare la valutazione economica in due componenti: il costo e il rischio¹³¹.

In effetti, guardando soltanto al costo, che è la prospettiva in cui si pongono le valutazioni dei prodotti tradizionali, si trascura il fatto che il costo è tale perché un contratto a copertura trasferisce il rischio sulla controparte, in questo caso dal comune all'intermediario, che a sua volta deve coprirlo e nel farlo sostiene un costo (in teoria i derivati come le opzioni possono essere “replicati” con altri strumenti da parte dell'intermediario, e il costo di questi strumenti contribuisce al fair value del derivato stesso¹³²).

Ignorando il “risparmio” derivante dalla mitigazione del rischio si sottostima il rendimento del derivato, e anche questo è alla base di errate valutazioni di convenienza economica nel caso dei derivati.

Questo è spesso accaduto nel caso dei derivati acquistati da comuni per ristrutturare il proprio debito: frequentemente, e sistematicamente sui mezzi di comunicazione di massa, si è puntato il dito sugli intermediari in quanto i flussi cedolari e gli scambi degli swap per i derivati acquistati dai comuni non hanno avuto i rendimenti sperati, e quindi non hanno consentito di ammortizzare il debito in modo conveniente, ma si è trascurato il fatto che il debito in questione era comunque soggetto a un rischio di ulteriore aumento nel tempo, rischio che la stipula del derivato ha trasferito sull'intermediario.

Dunque, per una corretta valutazione della convenienza economica di un prodotto derivato utilizzato per la ristrutturazione del debito da parte di un comune, la valutazione va quindi scomposta in

- Costo atteso scontato dei pagamenti di interesse sul debito;
- Riduzione del rischio di un aumento complessivo del debito a scadenza.

La misurazione del costo corrisponde al valore del contratto acquistato: se il contratto è comprato su un mercato regolamentato questo costo è indotto dalle dinamiche stesse di mercato, altrimenti chiaramente è soggetto alla valutazione del market-maker che tipicamente è l'intermediario in una transazione OTC. Questo costo non sarà mai il fair value del derivato,

¹³¹ Ibidem.

¹³² Cfr. Hull, *cit.*

il prezzo teorico e da modello per così dire, ma sarà sempre gravato di uno spread che rappresenta i costi di transazione, gestione e anche un margine per l'intermediario.

Per quanto riguarda il secondo punto, una stima quantitativa è indotta dalla misurazione del rischio dell'aumento del costo complessivo della spesa per interessi: per calcolarlo ci sono varie tecniche, una delle quali fa riferimento a un insieme di metodi del risk management finanziario noti come "Value at Risk" (VaR), che rappresenta la perdita massima legata al debito se non si fosse coperto col derivato, con un certo livello di confidenza prefissato, tipicamente il 95% o 99%¹³³. Misurato il rischio dell'aumento della spesa per interessi, il valore di questo rischio va considerato come un costo aggiuntivo che viene risparmiato con la stipula del derivato.

Questo approccio per la valutazione della riduzione del rischio è quello della Consob per i prodotti strutturati, sebbene esistano approcci quantitativamente più precisi ma più complessi e onerosi da calcolare¹³⁴.

Senza entrare nel dettaglio quantitativo di questi calcoli¹³⁵ è chiaro che il prezzo dei prodotti derivati è tanto più alto quanto più il rischio di aumento dei costi della spesa per interessi si riduce per la controparte che compra il derivato: in particolare, un cap che costi molto poco, tipicamente è calibrato su valori di soglia che lo rendono indistinguibile da un prodotto a tasso fisso dal punto di vista del cliente finale, e quindi non offre la tutela rispetto al rischio che è invece il motivo principale per cui si ricorre a un prodotto derivato.

Per quanto riguarda invece il costo dei prodotti derivati, la questione che ha sollevato più controversie in Italia, specie nel caso degli enti locali e in particolare dei comuni, è proprio quella del costo: in teoria, come abbiamo visto, il costo è determinato dal modello di pricing del prodotto derivato, che fornisce un costo ottenuto nelle ipotesi di non arbitraggio tramite una replicazione del prodotto derivato con altri strumenti il cui costo è dato o immediatamente ricavabile.

Nella pratica, oltre a questo costo teorico ci sono i costi di transazione e di gestione (per esempio dei flussi finanziari, delle cedole, etc.) e il mark-up dell'intermediario, che ne

¹³³ Ibidem.

¹³⁴ Ibidem.

¹³⁵ Ma cfr. Hull, *cit.*; anche IFEL, *cit.* per il calcolo in alcuni casi (teorici) che riguardano proprio l'esempio di cap stipulati da enti territoriali italiani.

costituisce il reale profitto: questo si esplica solitamente in uno spread, cioè in un tasso fisso espresso in basis point del nominale e aggiunto al costo.

Tuttavia è proprio l'entità di questa percentuale di mark-up che contiene il maggiore margine di arbitrarietà nella composizione del prezzo di un derivato o di un prodotto strutturato: una prima risposta alla effettiva entità di questo valore dovrebbe darla il mercato, nel senso che, come tutti i prezzi sui quali un venditore deve fare un margine, la concorrenza degli intermediari dovrebbe far emergere il valore di questo mark-up.

Ma, come si è visto più volte, un prodotto derivato scambiato sul mercato OTC ha un market-maker che coincide con l'intermediario, e quindi risulta molto difficile che il mercato sia in questo caso così efficiente da far convergere questi mark-up su un valore non arbitrario ma legato alle dinamiche stesse del mercato.

Questa problematica è lungi dall'essere risolta in modo definitivo, e, stante il comportamento non sempre corretto degli intermediari in questo senso, è una delle zone d'ombra del mercato dei derivati offerti ai comuni e agli enti locali.

Oltre a questo, sul valore economico di un derivato venduto a un comune incide anche la modalità di vendita: per un contratto derivato che viene comprato da un comune ci sono sostanzialmente tre modalità di pagamento:

- Upfront, vale a dire viene pagato l'intero importo richiesto dal venditore del derivato, l'intermediario, al comune, al momento della stipula del contratto.
- Running basis spread, cioè il derivato viene pagato "a rate fisse" durante il suo ciclo di vita, per esempio ogni volta che c'è uno scambio di flussi di cassa fra le controparti o un pagamento di interessi da parte del comune nei confronti della controparte finanziaria.
- Con la vendita di opzioni o altri derivati all'intermediario: in questo caso due contratti corrono in parallelo, quello che il comune acquista dall'intermediario e quello che usa per sostenere il prezzo dell'altro.

Va esplicitamente osservato che la summenzionata legge di stabilità del 2014 ha invalidato questa terza forma di pagamento, che è invece la più diffusa nei contratti in essere prima della promulgazione della legge, in cui tipicamente un cap acquistato dal comune veniva pagato dallo stesso con un floor venduto alla banca (i collar sui quali ci siamo soffermati più volte in questo capitolo).

In ogni caso, la valutazione di convenienza economica è un fattore essenziale nella valutazione di un contratto derivato e dovrebbe costituire un passaggio ineludibile per l'acquirente: una mancata o erronea valutazione rappresenta quindi più una negligenza del cliente che un "exploit" dell'intermediario.

Vedremo sul finire del capitolo un esempio di (mancata) valutazione di convenienza economica e le sue conseguenze anche sul piano giuridico.

4.4 Tutele e rimedi per gli enti locali

Nel descrivere la legislazione post-crisi in materia di prodotti derivati abbiamo anticipato come il legislatore abbia usato una misura draconiana nell'impedire la stipula di nuovi contratti derivati da parte di enti locali, con l'eccezione dei cap non pagabili tuttavia con floor (e quindi con l'esclusione dei collar). Dunque l'uso di questi prodotti è limitato alla sola copertura dai rischi di tasso relativi all'indebitamento del comune.

A meno dei contratti pluriennali già in essere, sembra quindi che i comuni dovranno orientarsi nuovamente verso prodotti a tasso fisso o variabile per ristrutturare il proprio debito e per coprirsi dal rischio della fluttuazione dei parametri macroeconomici che incidono sul debito stesso da essi accumulato nel corso degli anni, o semplicemente legato a iniziative straordinarie che richiedono fondi ulteriori rispetto alla liquidità necessaria a gestire la spesa ordinaria.

Come abbiamo osservato nel primo paragrafo, questo non annullerà i rischi di entrare in posizioni poco vantaggiose: è quindi auspicabile che il legislatore consenta nuovamente un uso assennato ed avveduto di derivati al di là dei cap per coprire specifiche esigenze che non sono efficientemente implementabili da altri strumenti, pur nella tutela della patrimonialità degli enti locali, che è poi un bene collettivo.

A questo proposito, va tuttavia osservato che non è semplice legiferare in proposito, da un lato per le difficoltà tecniche insite in questi strumenti e nei parametri nascosti che questi possiedono, il che rende difficile controllare completamente le tipologie di strumenti che poi saranno commercializzate, dall'altro perché l'acquisto di un derivato da parte di un ente locale, per quanto formalmente e finanziariamente sia identico all'acquisto da parte di un privato, per esempio una azienda, è soggetto ad alcune differenze.

In primo luogo un ente locale, come ogni ente pubblico, è soggetto allo svolgimento di procedure concorrenziali e trasparenti per la selezione dei contraenti (non soltanto in ambito finanziario ma per qualsiasi prestazione, tipicamente soggetta a gare d'appalto), in assenza delle quali la validità del contratto può anche venire meno, secondo orientamenti della giurisprudenza¹³⁶ che ha considerato legittimi dei provvedimenti di annullamento di atti di affidamento di una pubblica amministrazione a un intermediario finanziario a proposito di un contratto IRS (interest rate swap) dimostratosi privo di effettiva convenienza economica per la sua evidente asimmetria (il fenomeno illustrato alla fine del primo paragrafo di questo capitolo).

La giurisprudenza è abbastanza netta e chiara a questo proposito, e lascia intendere che gli "amministratori locali, potrebbero contare sulle "notevoli aperture" sia del giudice ordinario, che concede ampiamente la nullità del contratto per mancanza di causa, sia, soprattutto, del giudice amministrativo (che ha più volte dichiarato la legittimità dell'annullamento d'ufficio in via di autotutela del contratto potenzialmente dannoso per l'ente)"¹³⁷.

Ma, oltre a questo, c'è anche una criticità legata alla teorica impossibilità di operare se non nei limiti della copertura con i derivati, da parte degli enti locali, mentre spesso si è nella prassi stipulato contratti che contemplavano rischi ulteriori: un esempio di questo tipo, realmente scambiato prima delle restrizioni normative a seguito della crisi economica, è l'Amortising IRS, che ha una struttura alquanto complessa.

In questo tipo di contratto, il comune stipula uno swap per l'ammortamento del debito, accantonando quindi quote capitali che confluiscono in un fondo, detto "sinking fund" il cui scopo è coprire il rischio di rimborso a scadenza dei propri obbligazionisti e che investe in un paniere di titoli eleggibili. Al tempo stesso, il comune copre il proprio rischio di tasso con un IRS. Il risultato è che il comune in questo modo si è assunto sia il rischio di credito dell'intermediario (il quale pagherà a scadenza gli obbligazionisti) sia degli emittitori dei titoli eleggibili nei quali ha investito il sinking fund: un punto chiave è che questi investimenti sono effettuati sempre dall'intermediario, con un evidente conflitto di interessi.

¹³⁶ Cfr. e.g. TAR Toscana, 11 novembre 2010, on line <http://mobile.ilcaso.it/sentenze/ultime/2749>.

¹³⁷ Cfr. Tartaglia Polcini G., *L'intricata vicenda dei derivati acquistati dal comune di Milano, tra diritto penale, diritto dei contratti e responsabilità degli enti ex d.lgs 231 del 200*, on line <http://www.almaiura.it/dottrina.asp?id=45>.

Dai contenziosi aperti a proposito di questo tipo di contratti¹³⁸ emerge che i prezzi che venivano proposti all'ente locale non tenevano conto dei profitti dell'intermediario legati da un lato alla possibilità di disporre di fondi accumulati, dall'altro per la protezione acquisita dall'ente locale, ottenuta sostanzialmente a costo zero (laddove questo costo sarebbe dovuto essere appunto decurtato dal prezzo del derivato).

Oltre a tutto questo, il rischio di credito che l'intermediario si assume nelle operazioni con i fondi del sinking fund sono sottostimati quando non ignorati¹³⁹.

Questo esempio mostra cosa fosse possibile prima di una normativa chiara e restrittiva ma, probabilmente, oggi vige l'estremo opposto, che impedisce la stipula di contratti meno involuti e più lineari che potrebbero essere utilizzati con successo dagli enti locali: per farlo la trasparenza e la riduzione drastica dell'asimmetria di questi contratti sono condizioni necessarie, ma gli strumenti legislativi per ottenere questi risultati, o almeno instaurare un trend verso questi risultati, ci sono, per esempio i criteri generali ex articolo 21 del TUF e i principi del già citato MiFID, ora MiFID II¹⁴⁰.

Una soluzione ragionevole e cautelativa che consentirebbe di riaprire nel modo giusto l'uso dei derivati agli enti locali italiani sarebbe codificare nella legislazione la natura specifica delle informazioni che si ritengono adeguate per la trasparenza e la mancanza di asimmetria in un contratto, tali da poter rendere l'ente locale pienamente consapevole di tutti i rischi connessi con la posizione che va ad assumere.

Un esempio per tutti di informazione che potrebbe essere codificata a livello legislativo è la presenza esplicita del valore del mark-to-market del contratto "di tempo zero", cioè del contratto al momento della stipula: infatti questo valore è il medesimo che l'intermediario utilizza per rappresentare il valore del derivato nella propria contabilità interna e, fra l'altro, essendo questa informazione, per definizione, nota all'intermediario, la sua disclosure anche al cliente attuerebbe quella diminuzione dell'asimmetria auspicata dal legislatore, senza un reale costo per l'intermediario stesso (se non quello di rinunciare a un guadagno potenziale ottenuto in modo scorretto)¹⁴¹.

¹³⁸ Cfr. Patroni Griffi, *cit.*

¹³⁹ Per un esempio di analisi quantitativa (su un caso simulato) di un contratto di questo tipo per un comune cfr. IFEL, *cit.*.

¹⁴⁰ Cfr. Patroni Griffi, *cit.*

¹⁴¹ *Ibidem.*

Questo dato fornirebbe anche uno strumento agli enti locali per mettere in concorrenza i proponenti dei contratti, ottemperando in questo modo alla necessità di operare una scelta sulla base del mercato e al tempo stesso controllando le offerte proposte con una misura chiara e oggettiva. Tuttavia il mark-to-market, per quanto necessario non è sufficiente a determinare il valore effettivo del contratto.

Infatti un derivato dipende sempre dalle fluttuazioni del suo sottostante, e quindi è necessaria una analisi di tipo previsionale e probabilistico per comprendere effettivamente come varia il profilo di rischio del prodotto lungo il proprio ciclo di vita: infatti, come abbiamo rimarcato, accanto al costo anche il rischio è una componente fondamentale del valore di un derivato, e quindi deve concorrere alla scelta fra diversi offerenti di uno stesso strumento, andando a privilegiare, per esempio, a parità di costo quello che offra la migliore copertura ai possibili rischi.

Infine, ma non meno importante, la legislazione dovrebbe imporre alcuni standard agli enti locali che intendono avvalersi di strumenti finanziari, una sorta di requisiti minimi che sono soprattutto relativi alle competenze da mettere in campo al momento della valutazione: infatti gli uffici tecnici dei comuni troppo spesso si affidano a consulenti esterni, quando non al giudizio dell'intermediario.

Un caso eclatante a questo proposito è stato quello del comune di Milano, che ha stipulato contratti derivati del tipo di quelli che abbiamo descritto in questo capitolo, per esempio swap su tasso di interesse, con diversi importanti intermediari, anche internazionali, e poi finito in un contenzioso che ha originato una importante sentenza della Corte di Appello di oltre 500 pagine¹⁴².

Questo caso, molto discusso anche nella dottrina¹⁴³, origina dalla ristrutturazione del debito del comune di Milano, debito per il 70% a tasso variabile, iniziata nel 2005 da parte dell'amministrazione Albertini con l'emissione di una obbligazione trentennale da rimborsare interamente a scadenza, al tasso fisso del 4,019% annuo¹⁴⁴. La durata pluridecennale dell'obbligazione e il tasso fisso consentono una ristrutturazione graduale e quindi auspicabile.

¹⁴² Cfr. Sentenza della Corte d'Appello di Milano, n. 1937 del 3 giugno 2014, on line http://www.derivati.info/wp-content/uploads/2014/06/corte_dappello_di_milano_03_giugno_2014_n._1937-1.pdf.

¹⁴³ Cfr. Tartaglia Polcini, *cit.*

¹⁴⁴ Cfr. <http://www.centroeinaudi.it/agenda-liberale/articoli/1522-finanza-creativa-e-derivati-il-comune-di-milano.html>

Tuttavia il comune affianca al piano di ammortamento per questa obbligazione un IRS in cui scambia il tasso fisso per un tasso variabile: le banche coinvolte (quattro grandi banche: Ubs, Deutsche Bank, Depfa Bank e Jp Morgan¹⁴⁵) avrebbero pagato il tasso fisso mentre il comune quello variabile, legato all'Euribor a 12 mesi. Oltre a questo IRS il comune ha sottoscritto anche un collar, per coprire il rischio di volatilità, cioè di fluttuazione, del tasso variabile sottostante, il tipo di contratti che abbiamo analizzati all'inizio del capitolo.

In sostanza, il comune ha aperto una posizione in uno swap per scambiare un tasso variabile con un tasso fisso, e ne ha aperta un'altra che trasforma il fisso nuovamente in variabile. Oltre a questo, le soglie cap e floor del contratto sono, come spiegato nella discussione del primo paragrafo di questo capitolo, penalizzanti per il comune e convenienti per la banca, in particolare conducendo a un valore atteso negativo per il comune, laddove il valore atteso di un derivato deve essere nullo per entrambe le controparti. Senza considerare i costi occulti, che abbiamo discusso nel paragrafo precedente.

Fra questa stipula iniziale e le varie ristrutturazioni, la perdita del valore atteso ammontava a circa 100 milioni di euro¹⁴⁶

In questa sentenza la Corte ha in qualche modo ribaltato le accuse mosse dal Comune di essere stato frodato dalle banche a proposito della vendita di questi derivati, sostenendo in primis che il comune era in grave difetto di negligenza per non aver valutato correttamente i contratti che andava a sottoscrivere. In particolare, la sentenza afferma che il comune dovrebbe *“obbligatoriamente attrezzarsi in proprio a stimare il valore dei derivati acquistati e, prima ancora, la loro rispondenza a quelle condizioni che reputa di complessiva convenienza economica in vista del contenimento del costo complessivo dell'indebitamento”*¹⁴⁷.

Oltre a questo, nella sentenza la Corte esplicita chiaramente come la valutazione di convenienza economica sia un onere ineludibile dell'ente locale, che si deve dotare degli strumenti per provvedere a una valutazione corretta sia del costo che del rischio

¹⁴⁵ Cfr. <http://www.lastampa.it/2014/03/07/economia/truffa-dei-derivati-a-milano-assolte-in-appello-banche-aT1H422lj0MYxQETYa73kL/pagina.html>

¹⁴⁶ Cfr. <http://www.centroeinaudi.it/agenda-liberale/articoli/1522-finanza-creativa-e-derivati-il-comune-di-milano.html>

¹⁴⁷ Cfr. Sentenza della Corte d'Appello di Milano, n. 1937 del 3 giugno 2014, on line http://www.derivati.info/wp-content/uploads/2014/06/corte_dappello_di_milano_03_giugno_2014_n._1937-1.pdf.

dell'operazione ai fini di verificarne la convenienza e quindi scegliere effettivamente la controparte finanziaria che offra la maggiore convenienza.

Nel caso del comune di Milano sono emersi dati realmente inquietanti dalla sentenza della Corte d'Appello, come il fatto che alcuni strumenti erano stati considerati con mark-to-market pari a zero.

L'entità e il contenuto di questo famoso caso giudiziario, ma altri che coinvolgono altri comuni italiani se ne potrebbero citare, a una attenta analisi non implicano in alcun modo, come richiesto da più parti, che i derivati dovrebbero essere banditi, o comunque proibiti agli enti locali, ma piuttosto che il loro uso dovrebbe essere normato soprattutto nelle pratiche che l'ente che lo contra deve attuare prima di stipularlo: come ogni altro strumento finanziario, il derivato è un mezzo, l'uso che se ne fa determina l'esito del suo utilizzo e le conseguenze sono sempre ascrivibili alle scelte manageriali e non alle formule dei modelli o alla struttura dei prodotti.

Bibliografia

Alvaro S., Siciliano G., *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria*, Quaderni Giuridici 10, Consob, Roma, 2016.

Angelini P., *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, Questioni di Economia e Finanza, Occasional paper 271, Banca d'Italia, Giugno 2015, on line: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0271/QEF_271_ITA.pdf.

Bachelier L., *Théorie de la Spéculation*, Paris, 1900.

Baker C., *Regulating the invisible: the case of OTC derivatives*, Notre Dame Law Review, 2010.

Bank of England, *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, Discussion Paper, May 2014, on line: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.en.pdf.

Basilea 3, *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, 2010/11, on line: https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

Black F., Scholes M. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy 81 (1973) :637.

Bonelli F., *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Fondazione Luigi Einaudi, Torino, 1971.

Brach M.A. *Real options in practice*, Wiley, Hoboken, 2003.

Brummer C., *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

Camera dei Deputati, Commissione Finanze, *Indagine conoscitiva degli strumenti finanziari derivati, testimonianza del vice direttore generale della Banca d'Italia Luigi Federico Signorini*, Roma 15 giugno 2015, on line sul sito istituzionale della Banca d'Italia: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf>.

Camera dei Deputati, Commissione Finanze, *Derivati e Regolamentazione: Analisi Macroeconomica*, Audizione di Donato Masciandaro, Roma 15 aprile 2015, on line sul sito istituzionale della Banca d'Italia: <http://www.camera.it/temiap/2015/05/18/OCD177-1312.pdf>.

Capriglione C., *I "derivati" dei comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2014, n.3 Giuffrè, parte 1, p.265

Caputo Nasseti F., *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2007.

Cesari R., *Introduzione alla finanza matematica*, Springer, 2009.

Change D.M., Brooks R., *Introduction to Derivatives and Risk Management*, South-Western, Cengage Learning, Mason, 2007.

Choudhry M., *The Credit Default Swap Basis*, Bloomberg Press, New York, 2006.

Committee on the Global Financial System – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers, n. 38, Committee on the Global Financial System, 2010.

Duffie D., Li A., Lubke T., *Policy perspective on OTC derivatives market infrastructure*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 424, March 2010.

Duffie D., Zhu H., *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, Rev. Asset Pric. Stud. 1 (2011), pp.74-95.

European Commission, *Impact Assessment accompanying the Proposal on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, COM 484/2010, on line: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm

Federation of European Securities Exchanges, European Association of Clearing Houses and European Central Securities Depositories Association, *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*, 2006.

Financial Stability Board, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, 2010, on line: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf.

Gordon G, *Questions and Answers about the Financial Crisis. Prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission*, National Bureau of Economic Research, 2010, on line: <https://online.wsj.com/public/resources/documents/crisisqa0210.pdf>

Hull J.C., *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, 2008.

Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, Pearson, ormai alla decima edizione 2018.

IFEL, *L'uso dei derivati negli enti locali*, Fondazione ANCI, 2014.

Kindleberger C.P., Aliber R.Z. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, Houndmills-Basingstoke, 2011.

Kress J.C., *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: "Why Centralized Counterparties must have Access to Central Bank Liquidity"*, Harvard Journal on Legislation 48 (2011), 49-93.

Krippel A.J., *Regulatory overhaul of the OTC derivative markets: the costs, risks and politics*, SSRN Electronic Journal, March 2011, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1798025.

Kummer S., Pauletto C., *The History of Derivatives: A Few Milestones*, EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012, on line: https://www.seco.admin.ch/dam/seco/de/dokumente/Aussenwirtschaft/Wirtschaftsbeziehungen/Handel%20mit%20Dienstleistungen/Artikel_Studien/History_of_Derivatives.pdf.download.pdf/10%20The%20History%20of%20Derivatives%20-%20A%20Few%20Milestones.pdf

Lucantoni P., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2017, I, pp. 182-206

P. Lucantoni, *Negoziazione e post-trading di derivati nella regolamentazione MiFID II, MiFIR e EMIR*, in A. Gentili e R. Di Raimo, *La negoziazione del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, Napoli, 2016, pp. 227-279.

P. Lucantoni, *Trading Equity Financial Instruments under MiFID II and MiFIR*, in *Journal of International Banking Law and Regulation* 11, 2016, p. 203-210.

Lurie J., *The Chicago Board of Trade, 1859-1906. The dynamics of self-regulation*, Illinois University Press, Urbana, 1979.

Merton R.C. *Theory of Rational Option Pricing*, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1973):141.

Pape G., *Don't Gamble on Binary Options*, su forbes.com, on line:
<https://www.forbes.com/sites/investor/2010/07/27/dont-gamble-on-binary-options/#613e4ae30a87>.

Patroni Griffi U., *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, *Rivista di Diritto Bancario*, Ottobre 2012.

Paulson H.M.jr., Steel R.K., Nason D.G., *The Department of Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, US Department of Treasury, 2008, on line:
<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>

Pellegrini M., *Financial Derivatives. Regulation and Disputes in the Italian Legal Order*, *Law and Economics Yearly Review* 2 (2013), no.2, pp. 373-398.

Picardi, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, Università Federico II, Napoli, 2006, on line: <https://www.iris.unina.it/handle/11588/155700>.

Reinhart C.M., Rogoff K.S., *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, NBER Working Paper No. 13761, National Bureau of Economic Research, January 2008.

Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, United Nations, 21 September 2009, on line: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf

Samuelson P. *Rational theory of warrant pricing*, *Industrial Management Review*, 6 (Spring, 1965), 13 – 32.

Sasso L., *Il ruolo delle Central Clearing Counterparties (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC*, *Giurisprudenza commerciale* (2012) No. 6, pp.1020-1040.

Schwarcz S.L., *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, *Utah Law Review* (2008), p.1109, on line: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113034

Sepe M., *La contrattazione "over the counter"*, Riv. Trim. dir. Econ. 1 (2011), pp.45sgg.

Steil B., *La battaglia di Bretton Woods*, Donzelli, 2015.

TAR Toscana, 11 novembre 2010, on line <http://mobile.ilcaso.it/sentenze/ultime/2749>

Tartaglia Polcini G., *L'intricata vicenda dei derivati acquistati dal comune di Milano, tra diritto penale, diritto dei contratti e responsabilità degli enti ex d.lgs 231 del 200*, on line <http://www.almaiura.it/dottrina.asp?id=45>.

Visco I., *Harnessing Financial education to spur entrepreneurship and innovation*, 3rd OECD/GFLEC Global Policy Research Symposium to Advance Financial Literacy, Paris, May 7 2015.

Weber E.J., *A Short History of Derivative Security Markets*, University of Western Australia., Business School, Discussion Paper 08.10, 2010, on line: https://ecompapers.biz.uwa.edu.au/paper/PDF%20of%20Discussion%20Papers/2008/08_10_Weber.pdf

Sitografia

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf>.

https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_7_it.pdf.

https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/dodd-frank-act-143.htm>

<http://www.camera.it/parlam/leggi/01448l.htm>.

<http://www.camera.it/parlam/leggi/decreti/08112d.htm>

<http://www.centroeinaudi.it/agenda-liberale/articoli/1522-finanza-creativa-e-derivati-il-comune-di-milano.html>

http://www.consob.it/cnbarchives/main/regolamentazione/tuf/storico_TUF/0-dlgs58_1998.pdf

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/c9019104.pdf/64f86e70-2bb0-460a-8f60-3dd079b6341d>.

http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998_in_vig_2018.pdf/0fe608b5-aa7b-41af-a0ca-2164f9471fe8.

http://www.derivati.info/wp-content/uploads/2014/06/corte_dappello_di_milano_03_giugno_2014_n._1937-1.pdf

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_s_palla_destra/D.M._1_dicembre_2003_n._389.pdf

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_s_palla_destra/Circolare_MEF_27_maggio_2004.pdf

http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_statute_2.pdf. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0648&from=IT>. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0036&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0575&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0059&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=IT>.

<http://www.group30.org/>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-02-03/trump-punta-finanza-marcia-indietro-dodd-frank-act-100658.shtml?uuid=AErEIZN>.

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>

<https://www.isda.org/>

<http://www.lastampa.it/2014/03/07/economia/truffa-dei-derivati-a-milano-assolte-in-appello-banche-aT1H422lj0MYxQETYa73kL/pagina.html>

<https://lei-italy.infocamere.it/leii/Home.action>).

<https://www.lseg.com/areas-expertise/post-trade-services/ccp-services/ccg>

<https://www.sec.gov/>.