

# L'impatto della regolamentazione internazionale sul mercato dei derivati finanziari

Prof.Valerio Lemma

---

RELATORE

Matr.268521

---

CANDIDATO

## **Capitolo 1: Fondamenti teorici dei Derivati Finanziari**

### 1.1 Definizione e Classificazione

1.1.1 Forward e Futures

1.1.2 Opzioni

1.1.3 Forward Rate Agreement e Swap

### 1.2 Funzioni e Applicazioni

1.2.1 Copertura speculazione e arbitraggio

## **Capitolo 2: Quadro normativo dei derivati**

### 2.1 Regolamentazione Internazionale dei derivati

2.1.1 Cooperazione Internazionale e principi del G20

2.1.2 L'impatto degli accordi di Basilea III sul mercato dei derivati

### 2.2 Regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea

2.2.1 European Market Infrastructure Regulation (EMIR)

2.2.2 Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)

### 2.3 Regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti

2.3.1 Dodd-Frank Act e riforma dei derivati OTC

2.3.2 Security and Exchange Commission (SEC)

2.3.3 Effetti della Volcker Rule sui Derivati

## **Capitolo 3: International Swap and Derivatives Association**

### 3.1 Struttura Organizzativa

### 3.2 Obiettivi associativi

3.2.1 Standardizzazione contrattuale

3.2.2 Facilitazione del commercio globale

3.2.3 Armonizzazione normativa

3.2.4 Promozione di pratiche di gestione del rischio

3.2.5 Advocacy e interazione con i regolatori

### 3.3 ISDA Master Agreement

## **Conclusione**

## **Fonti Bibliografiche e Sitografia**

# Capitolo 1: Fondamenti teorici dei derivati finanziari

## 1.1. Definizione e Classificazione

Il PIL mondiale nel 2020 viene stimato in circa \$84,96 trilioni.<sup>1</sup> Lo stesso anno, secondo una stima della BIS (Banca dei regolamenti internazionali), l'ammontare del valore nozionale dei mercati degli strumenti derivati finanziari, da intendersi come parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, era pari a \$582,9 trilioni.<sup>2</sup> Il mercato dei derivati rappresenta, dunque, un multiplo del prodotto interno mondiale.

Per capire questo dato, che inizialmente può sembrare un paradosso, e comprendere appieno il fenomeno è opportuno definire cosa siano i derivati e come questi siano stati allo stesso tempo motore di un'accelerazione del settore economico-finanziario e al centro della crisi economica globale del 2008

Uno strumento derivato è un contratto finanziario il cui valore è direttamente influenzato da, o correlato a, un determinato bene, chiamato sottostante. Il sottostante può essere rappresentato da un'azione, un indice finanziario, una valuta, un tasso di interesse, una materia prima o un altro derivato. In questo caso il derivato è chiamato "derivato sintetico" e sono degli strumenti utilizzati in strategie di investimento e di copertura complesse, tipicamente gestite da entità d'investimento di grande calibro quali Hedge Fund.

Il mercato dei derivati è simile a quello delle assicurazioni in quanto entrambi consentono di trasferire il rischio da una parte che desidera evitarlo ad una che è disposta ad assumerlo, in cambio di un premio. Nel mercato assicurativo vi è un principio noto come "interesse assicurabile", che prevede che l'assicurazione può essere stipulata solo se vi è effettivamente una necessità diretta di possedere o avere un interesse con l'asset. In altre parole, una persona può assicurare una casa solo se ne è proprietaria o vi ha un altro qualche interesse finanziario legittimo, come per esempio le polizze sulla vita e salute proprie o di un familiare.

---

<sup>1</sup> <https://www.statista.com/statistics/268750/global-gross-domestic-product-gdp/>

<sup>2</sup> [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy2105.htm](https://www.bis.org/publ/otc_hy2105.htm)

La concezione è opposta nel mercato dei derivati. I derivati non richiedono che l'investitore possieda l'asset sottostante. Un investitore può acquistare un contratto derivato *future* sul petrolio, senza possedere fisicamente il petrolio, azioni o rapporti obbligazionari sui cui tasi strumenti sono basati. Pertanto, emerge chiaramente che la normativa prescrive l'uso del mercato assicurativo unicamente per la copertura di rischi, mentre il mercato dei derivati è aperto a una pluralità di finalità e categorie di soggetti operanti.

I derivati si costruiscono come un contratto di due parti: il compratore e il venditore. Il compratore, che acquista il derivato, è colui che assume una posizione *long*, il venditore è colui che vende il derivato ed assume una posizione *short*.

Il mercato dei derivati consente di creare delle opportunità che non potrebbero esistere in loro assenza. Ad esempio, consentono l'utilizzo del *leverage*, leva finanziaria, per operazioni di short-selling. Essi offrono, difatti, spesso dei costi di transazione minori comparati alle correlate operazioni spot di mercato, sono più liquidi dei loro asset sottostanti e offrono una semplice, efficace e poco costosa modalità di trasferire il rischio. La crescente domanda del mercato dei derivati ha fatto sì che il mercato potesse allargare i suoi confini in maniera straordinaria, che si creassero nuove figure professionali legate alla negoziazione e sottoscrizione di questi strumenti ("*derivative trader*") ed ha contribuito notevolmente alla crescente globalizzazione ed interconnessione dei mercati nazionali, che se da un lato ha favorito diffusione tecnologica e crescita economica, dall'altro ha aumentato il rischio di instabilità economica, di volatilità dei mercati e di crisi finanziarie.

Per tale motivo le principali autorità amministrative indipendenti nazionali e internazionali

Effettuano un costante e attento monitoraggio dei rischi correlati. Un'attenta pianificazione e gestione patrimoniale consente di poter mitigare l'effetto dannoso di quest'ultimi, che, tuttavia, in parte risultano essere intrinseci alla loro natura. Le principali tipologie di rischio sono rappresentate da varie tipologie di rischi.

Il **rischio di credito** è particolarmente rilevante negli strumenti finanziari poco standardizzati come i contratti forward. La Banca d'Italia, recependo le direttive europee in materia di regolamentazione finanziaria, scompone il rischio di credito in tre tipologie

di rischi, che considerati nel loro complesso, forniscono una panoramica generale del concetto.

La banca d'Italia definisce *rischio di credito pieno*, come il rischio della controparte che non adempie la propria obbligazione di pagamento, quando dovuta a causa della propria insolvenza.

Il *rischio di consegna*, che avviene nel caso in cui le parti abbiano delle obbligazioni contestualmente l'un l'altra, che è propria della parte che ha già adempiuto ai propri obblighi contrattuali e che non riceva la consegna del bene o del titolo come concordato, questo rischio è particola. Il rischio è particolarmente elevato nel mercato delle materie prime e dei derivati. Se, per esempio, due aziende stipulano un contratto a termine per la consegna di una certa quantità di materia prima (come il petrolio) ad una certa data e questo trasferimento non avviene, per insolvenza o negligenza della parte consegnante, si può affermare che questo sia avvenuto per rischio di consegna.

Il *rischio di sostituzione* quando la controparte della parte inadempiente deve provvedere alla ricerca di un nuovo interlocutore nel mercato. Questa ricerca genera dei costi aggiuntivi di transazione e di esposizione a condizioni di mercato differenti da quelle in cui originariamente era stato stipulato il contratto. L'introduzione di garanzie collaterali e clausole contrattuali di protezione può mitigare tale rischio.

il **rischio di mercato**, ossia la possibilità di subire perdite derivanti dalla variazione inattesa dei prezzi di mercato, che viene generalmente stimato dalla variazione standard del titolo negoziato, che quantifica la dispersione dei dati rispetto alla media ed è un indicatore della sensibilità del titolo alle variazioni dei tassi di interesse o, più generalmente, della volatilità del singolo asset o del portafoglio. Maggiore è la deviazione standard maggiore sarà la variabilità dei rendimenti e del rischio.

MARKET SEGMENT	REPRESENTED BY	STANDARD DEVIATION	MARKET SEGMENT	REPRESENTED BY	STANDARD DEVIATION
Cash	FTSE 3-month T-bill Index <sup>1</sup>	0.50	Large Cap Growth stocks	Russell 1000 <sup>®</sup> Growth Index <sup>3</sup>	16.00
Bonds	Bloomberg US Aggregate Bond Index <sup>2</sup>	4.14	Commodities	Bloomberg Commodity Index <sup>4</sup>	16.24
Global bonds	Bloomberg Global Aggregate Index (Unhedged) <sup>3</sup>	6.01	International stocks	MSCI EAFE Index <sup>5</sup>	16.73
Diversified portfolio	Equal allocations of all segments disclosed herein, excluding cash	11.72	Small/Mid Cap stocks	Russell 2500 <sup>™</sup> Index <sup>6</sup>	18.79
Large Cap Value stocks	Russell 1000 <sup>®</sup> Value Index <sup>4</sup>	15.41	REITs	FTSE NAREIT All REITs Total Return Index <sup>7</sup>	21.28

Source: FactSet SPAR. Returns are in USD, and net for MSCI EAFE and gross for all other asset classes. Annualized return and standard deviation (annualized) is for the 20-year period ending December 31, 2023. The diversified portfolio is rebalanced quarterly to maintain the equal allocations throughout the period. Standard deviation reflects a portfolio's total return volatility, which is based on a minimum of 36 monthly returns. The larger the portfolio's standard deviation, the greater the portfolio's volatility. Asset allocation and diversification do not guarantee a profit or protect against a loss.

3

<sup>3</sup> Tale grafico mostra i valori medi della deviazione standard per diverse classi di asset finanziari basata sui dati degli ultimi 20 anni fino al 31 dicembre 2023. [https://www.mfs.com/content/dam/mfs-enterprise/mfscm/sales-tools/sales-ideas/mfsp\\_20yrsa\\_fly.pdf](https://www.mfs.com/content/dam/mfs-enterprise/mfscm/sales-tools/sales-ideas/mfsp_20yrsa_fly.pdf)

Monitorare con attenzione tale rischio è essenziale perché tali fluttuazioni di mercato possono avere impatti significativi sui portafogli degli investitori. Tale rischio è intrinsecamente legato a fattori macroeconomici e globali che influenzano l'intero sistema finanziario, di conseguenza, anche aziende e istituti di credito con una buona posizione patrimoniale e performance operative possono registrare perdite a causa di condizioni di mercato avverse, rendendo la gestione del rischio di mercato una componente cruciale della strategia di investimento.

Per quanto concerne il **rischio di paese**, esso inizialmente era caratterizzato dal default sul debito estero da parte dello stato sovrano, come accadde nel caso dell'Argentina nel 2011, quando il governo dichiarò lo stato di default sulla maggior parte del debito pubblico, per una quantità pari a 132 miliardi di dollari. Tale crisi fu causata da una perdita della fiducia degli investitori che si manifestò con una precedente corsa agli sportelli, che ridusse le riserve valutarie e una ingente fuga di capitali. Le crisi del debito sovrano, che si sono susseguite numerose nel primo decennio del 2000, hanno reso necessario una classificazione globale delle rischiosità dei singoli paesi che, a causa della globalizzazione, hanno spesso causato un effetto domino.

Una società che opera all'estero si trova ad affrontare particolari condizioni operative – e di conseguenza rischi – che possono essere notevolmente diversi da quelli a cui può andare incontro in ambito nazionale. Quello di “Rischio paese” è un concetto molto ampio che raggruppa tutti questi elementi e include le fonti di potenziali difficoltà che possono insorgere nello svolgimento di attività economiche all'estero, rispetto alle transazioni svolte sul mercato interno <sup>4</sup>.

Esistono numerose agenzie internazionali, come la Sezione speciale per l'assicurazione del credito all'esportazione dell'ente pubblico Istituto Nazionale Assicurazioni, che cerca di raggruppare tutti gli elementi e le difficoltà che possono influenzare la stabilità macroeconomica di un paese.

Il **rischio di liquidità** rappresenta il rischio derivante dalla mancanza di domanda o di offerta di strumenti finanziari. La liquidità di uno strumento finanziario è il differenziale tra prezzo bid (prezzo massimo che il compratore è disposto a pagare) e prezzo ask

---

<sup>4</sup> Hoti, McAleer (2002).

(prezzo minimo al quale il venditore è disposto a vendere l'asset). Maggiore è tale differenziale, più il titolo sarà definito illiquido. Un titolo illiquido rende difficile per la parte la liquidazione della posizione.

L'ICMA (International Capital Market Association) definisce il “*market liquidity risk*” come la perdita subita quando un partecipante al mercato desidera eseguire una transazione o liquidare una posizione immediatamente senza ottenere il miglior prezzo.

I rischi finora elencati rappresentano i più importanti driver che indirizzano l'analisi per le parti che hanno intenzione di stipulare contratti derivati. A questi si possono aggiungere il **rischio operativo**, correlato a malfunzionamento di sistemi informatici e organizzativi, il **rischio legale**, dovuto all'inadeguatezza della documentazione legale e incertezza del quadro normativo dei diversi paesi e il **rischio di reputazione**, delle perdite che l'azienda può conseguire quale conseguenza della pubblicità negativa.<sup>5</sup>

Dopo aver passato in rassegna i vari tipi di rischi finanziari è possibile analizzare i vari tipi di strumenti finanziari, che all'interno di un'ottica di ottimizzazione di portafoglio, rappresentano degli strumenti essenziali di gestione e mitigazione dei rischi.

Secondo il principio contabile OIC 32, che rileva, classifica e valuta gli strumenti derivati, nonché le tecniche di valutazione del fair value degli strumenti finanziari derivati e le informazioni da presentare nella nota integrativa.<sup>6</sup> L'organismo italiano di contabilità, pur tipizzando i contratti derivati, afferma che la lista non risulta essere esaustiva in quanto qualsiasi contratto o clausola contrattuale può essere definito derivato qualora rispetti le condizioni previste dal documento nel paragrafo 11.

Tale paragrafo asserisce che un derivato è uno strumento finanziario che possiede queste tre caratteristiche:

- a. Il suo valore varia come conseguenza della variazione di un determinato tasso di interesse, prezzo di strumenti finanziari, prezzo di merci, tasso di cambio, indice di prezzo o di tasso, rating di credito o indice di credito o altra variabile, a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, tale variabile non sia specifica di una delle controparti contrattuali

---

<sup>5</sup> La definizione dei rischi- Corso di Diritto bancario Prof. AVV. Francesco Caputo Nassetti

<sup>6</sup> Principio contabile OIC 32- <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2022/10/2019-01-OIC-32-Strumenti-finanziari-derivati.pdf>

- b. Non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui si aspetterebbe una risposta simile a variazioni di fattori di mercato
- c. È regolato a data futura.

### 1.1.1 Forward e Future

I contratti forward e future sono due categorie di contratti molto simili per le loro caratteristiche, ma che, allo stesso tempo, presentano alcune differenze. I forward e i future rappresentano due tipologie di **contratti a termine**, ossia accordi tra due parti per l'acquisto o la vendita di un'attività a un prezzo specifico in una data futura.

I contratti forward e future, come tutti gli strumenti derivati, basano il loro valore sull'asset sottostante che può essere rappresentato da: tassi di interesse, tassi di cambio, prezzi delle materie prime, azioni o merci.

Strumento finanziario derivato	Possibili variabili sottostante	Breve descrizione della funzione dello strumento <sup>5</sup>
<i>Interest rate swap</i>	Tassi d'interesse	L' <i>Interest Rate Swap</i> è un contratto attraverso il quale due parti si scambiano, in date stabilite e per un periodo di tempo prefissato, flussi di segno opposto determinati applicando ad uno stesso capitale nozionale due diversi tassi d'interesse.
<i>Currency Swap</i> (scambio di valute estere)	Tassi di cambio	Il <i>Currency Swap</i> è uno strumento finanziario derivato attraverso il quale due parti si accordano per scambiarsi pagamenti calcolati sulla base di tassi di cambio di valute differenti, applicati ad un capitale nozionale per un determinato periodo di tempo.
<i>Swap</i>	Prezzi delle materie prime Azioni	Lo <i>Swap</i> è un contratto con il quale due parti si impegnano a scambiarsi futuri pagamenti, calcolati applicando al medesimo capitale (detto nozionale) due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato. Tale contratto definisce le date in cui verranno effettuati i pagamenti reciproci e le modalità secondo le quali dovranno essere calcolate le rispettive somme.
Opzioni di acquisto ( <i>call</i> )	Tassi di interesse Tassi di cambio Prezzi delle materie prime Azioni Merci	Le opzioni di acquisto ( <i>call</i> ) sono contratti finanziari che attribuiscono al compratore il diritto di acquistare un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data ad un prezzo prefissato.
Opzioni di vendita ( <i>put</i> )	Tassi di interesse Tassi di cambio Prezzi delle materie prime Azioni Merci	Le opzioni di vendita ( <i>put</i> ) sono contratti finanziari che attribuiscono al compratore il diritto di vendere una data un'attività sottostante a (oppure entro) una certa data ad un prezzo prefissato.
<i>Forward o future</i>	Tassi di interesse Tassi di cambio Prezzi delle materie prime Azioni Merci	Contratto a termine (standardizzato nel caso dei <i>future</i> ) con cui due parti si accordano a scambiare in una data futura una certa attività a un prezzo fissato al momento della conclusione del contratto.

<sup>7</sup> Tabella riassuntiva dei principali strumenti finanziari derivati



Un'opportuna distinzione, all'interno della classificazione dei derivati finanziati, è quella tra mercati regolamentati e OTC.

I contratti future vengono negoziati su mercati regolamentati, ossia mercati caratterizzati dalla presenza di una disciplina sull'organizzazione di mercato, dove le condizioni del contratto sono standardizzate e stabilite dalla borsa di riferimento. La standardizzazione del contratto attiene a tutti quegli elementi oggetti di negoziazione quali dimensione, scadenza e modalità di regolamento. Come vedremo più nello specifico in seguito, la standardizzazione pone la sua ragion d'essere nella minimizzazione dei rischi finanziari di tali strumenti, assicurando trasparenza e liquidità.

Al contrario i contratti forward vengono negoziati su mercati OTC (over the counter), caratterizzati dall'assenza di un'intermediazione di borsa. Se tali contratti presentano il vantaggio della personalizzazione, ossia la possibilità di modellare e negoziare lo strumento in totale flessibilità, comportano rischi di controparte elevati, sia per la mancata standardizzazione che per l'assenza di un'entità esterna alle parti che garantisca l'adempimento degli obblighi contrattuali.

La scelta tra forward e future è, spesso, influenzata dalla natura dell'investitore negoziante.

I contratti forward sono generalmente adottati da investitori istituzionali e grandi istituzioni finanziarie, dotati di potere contrattuale e competenze di analisi e monitoraggio finanziarie, che, per loro natura, prediligono strumenti flessibili in grado di esporsi al mercato in maniera specifica.

I contratti future sono, al contrario, accessibili a un'ampia gamma di investitori, tra cui quelli retail, che necessitano di una maggiore liquidità dell'investimento, con costi di transazione relativamente bassi. L'intermediario finanziario che si occupa di garantire la sicurezza e l'efficienza delle operazioni tra compratori e venditori è rappresentato dalla **clearing house**, o camera di compensazione. La Clearing house si pone come controparte automatica e speculare di tutti gli operatori che negoziano strumenti derivati, frapponendosi come acquirente nei confronti della parte venditrice e venditore nei confronti della parte acquirente.

In Italia, la clearing house è spesso rappresentata dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), facente parte del gruppo Euronext. La CC&G opera nei principali

mercati (MTA, IDEM, MOT, MTS) e pone la sua rilevanza, anche, in quanto parte di un contesto più ampio, di Euronext, la rete di compensazione paneuropea.

Il mercato di future, in virtù del principio di stabilità, è caratterizzato dall'obbligo di margini giornalieri, noto anche come "mark-to-market".

Il mark-to-market è un meccanismo, gestito dalla clearing house, attraverso il quale si calcolano i profitti e le perdite giornaliere, adeguando, dunque, le posizioni aperte in base al prezzo corrente di mercato del contratto. La parte che vede il valore del proprio contratto variare in maniera sfavorevole, vedrà diminuire il valore corrispondente, in denaro, dal margine di garanzia.<sup>8</sup>

Il principale svantaggio di questi strumenti è rappresentato dalla loro scarsa efficacia, dovuta alla rigidità contrattuale nell'impegno di acquisto e vendita, in contesti di mercato incerti e di alta volatilità, che potrebbero impattare negativamente rispetto alle previsioni portando a perdite anche ingenti.

Al fine di soddisfare investimenti che necessitano di un diverso grado di flessibilità e di rischio, si sono sviluppati nel tempo altri strumenti derivati, come le **opzioni**.

### 1.1.2 Opzioni

Mentre gli strumenti forward e future sono degli strumenti finanziari che fissano obblighi di acquisto o vendita a un prezzo specifico, le opzioni offrono un diverso profilo di rischio e una diversa modalità di determinazione del prezzo.

L'istituzione del CBOE (Chicago Board Options Exchange) nel 1973, attraverso un processo di standardizzazione contrattuale, ha reso accessibile ad un'ampia gamma di investitori l'esercizio delle opzioni sul mercato. Da allora, il volume d'affari di tali strumenti finanziari ha attraversato una crescita esponenziale, raggiungendo, ad oggi, un valore maggiore di 7,5 miliardi di contratti annuali.<sup>9</sup>

L'opzione conferisce al possessore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere il titolo sottostante a un prezzo determinato (**strike**) entro una data specifica (**expiry date**). Il compratore dell'opzione paga al venditore un **premio** al venditore, che identifica il costo che egli è disposto a sostenere per acquistare il diritto associato al contratto. Giunti

---

<sup>8</sup> somma in denaro che chi negozia strumenti derivati deve versare sul proprio conto corrente acceso alla clearing house- Bancobpm.it

<sup>9</sup> CBOE (2020)

alla data di scadenza, il compratore deve decidere se esercitare o meno il diritto conferito dal contratto. La non obbligatorietà dell'esercizio dell'opzione, fa sì che il premio rappresenta il costo massimo che la parte acquirente può sostenere, indipendentemente dall'andamento del prezzo del titolo sottostante.

Quando il rapporto tra prezzo attuale e prezzo d'esercizio risulta favorevole per il compratore, l'opzione viene definita *in the money*, quando essa risulta sfavorevole *out of the money* e *at the money* quando vi è indifferenza.

Esistono due tipi principali di opzioni: le opzioni call e le opzioni put. Un'opzione call concede al compratore il diritto di acquistare l'attività sottostante, mentre un'opzione put conferisce al compratore il diritto di venderla. Sulla base di questi due strumenti, è possibile delineare le diverse posizioni che un investitore può assumere sul mercato, ognuna rappresentando un differente approccio strategico.

Una posizione **long call** (acquisto di un'opzione call) riflette una prospettiva rialzista da parte dell'investitore, che si aspetta un aumento significativo del prezzo dell'attività sottostante oltre lo strike price. Se questa previsione si avvera, l'investitore realizzerà un profitto pari alla differenza tra il prezzo di mercato e il prezzo di esercizio, al netto del premio pagato. Nel caso in cui l'opzione non sia conveniente da esercitare, la perdita dell'investitore sarà limitata al costo del premio.

Al contrario, una posizione **short call** (vendita di un'opzione call) comporta l'obbligo di vendere l'attività sottostante qualora l'acquirente decida di esercitare il suo diritto. Questa strategia si basa su una visione ribassistica o, al massimo, neutrale, in cui il venditore si aspetta che il prezzo del titolo diminuisca o che, in caso di aumento, non superi il premio ricevuto. In questo scenario, il rischio per chi vende è molto elevato, poiché potrebbe subire perdite significative se il prezzo dell'attività sottostante salisse ben oltre lo strike price.

Una posizione **long put** (acquisto di un'opzione put) è adottata quando l'investitore è ribassistico e prevede una diminuzione del prezzo dell'attività sottostante. Anche qui, il rischio è limitato al premio pagato per l'opzione, mentre il potenziale di guadagno aumenta man mano che il prezzo scende.

Infine, una posizione **short put** (vendita di un'opzione put) si basa su una previsione rialzista o neutrale. Il venditore ritiene che il prezzo dell'attività sottostante aumenterà o,

nel peggiore dei casi, non scenderà al di sotto del livello del premio ricevuto, in modo da rendere la variazione non sufficiente per generare una perdita.

La flessibilità di tali strumenti rende possibile l'adozione di diverse combinazioni di quest'ultimi che possano essere utilizzati per raggiungere diversi obiettivi finanziari, tra cui si può citare l'ottimizzazione e copertura di portafoglio.

Esistono diverse strategie avanzate che combinano l'acquisto e la vendita di opzioni per creare il profilo di rischio-rendimento più adatto alle necessità dell'investitore. Tali strategie permettono di creare valore e ridurre l'esposizione al rischio in tutte le diverse condizioni di mercato. Di seguito, alcune delle strategie più utilizzate.

La più utilizzata è sicuramente la **covered call** (opzione call coperta), che consiste nell'aprire una posizione long su un asset e di vendere un'opzione call avente come sottostante l'asset detenuto.

La covered call può essere definita come una strategia *difensiva* da parte dell'investitore, in quanto in caso di rialzo, i profitti vengono compensati dalle perdite subite sull'opzione short call, registrando una situazione di opzione *in the money*. In caso di rialzo minore rispetto al prezzo di esercizio o di calo del prezzo delle azioni, il premio incassato dalla covered call rappresenta un flusso di cassa utile per aumentare i profitti (nel primo caso) o per mitigare le perdite (secondo caso).

La **Protective put** (opzione put protettiva), implica l'acquisto di un'opzione put mentre si detiene l'attività sottostante. Questa strategia si pone l'obiettivo di proteggere il portafoglio di investimento da condizioni di mercato sfavorevoli, quando si prevede che ciò possa accadere o quando vi è incertezza. La put protettiva presenta, dunque, una funzione assimilabile a quella di un'assicurazione.

Una delle strategie più utilizzate è sicuramente la **Straddle**, che comporta l'acquisto simultaneo di una call e di una put con stesso strike price ed expiry date. Chi decide di implementare una strategia Straddle, prevede un mercato con alta volatilità, assumendosi il rischio relativo al pagamento della somma dei premi per entrambe le opzioni. Una variante di questa strategia è rappresentata dalla strategia **Strangle**, che se ne distingue per il diverso strike price delle opzioni call e put.

Infine, un'altra strategia fondamentale nel campo della negoziazione delle opzioni è rappresentata dalla strategia **Butterfly**, che prevede la combinazione di tre opzioni call con stesso periodo di scadenza, ma diversi strike price. Essa si compone di un acquisto di

una call con strike price basso, la vendita di due call a strike price di valore medio e l'acquisto di una call con strike price alto.

La strategia è progettata per creare valore quando il prezzo dell'attività sottostante non varia sensibilmente rispetto allo strike price. Dunque, l'investitore che decide di adottare una strategia Butterfly prevede una bassa-media volatilità di mercato.

Il profitto massimo si ottiene nel momento in cui il prezzo dell'attività sottostante è uguale allo strike price delle due call vendute. Ciò, in quanto, le due call vendute scadono senza essere esercitate e si ottiene un guadagno pari alla differenza tra il prezzo di esercizio della call comprata a strike price basso e delle due vendute a strike price medio.

È da specificare come in questo caso è stata analizzata la strategia Butterfly call, quando, l'investitore mira a un movimento ribassista, si poteva utilizzare la Butterfly put, che si compone di un acquisto di una put con strike price basso, la vendita di due put a strike price di valore medio e l'acquisto di una put con strike price alto.

Per prevenire opportunità di arbitraggio derivanti da imperfezioni di mercato, il principio della **Put-Call Parity** afferma che, a parità di scadenza e prezzo di esercizio, il valore di un'opzione call combinato con il valore attuale del prezzo di esercizio è uguale al valore di un'opzione put e il valore attuale dello strike price delle opzioni.

$$C + PV(X) = P + S$$

Dove C è il prezzo dell'opzione call, PV(X) è il valore attuale del prezzo di esercizio, scontato a un tasso risk-free, P è il prezzo dell'opzione put ed S è il prezzo dell'attività sottostante.

Da tale principio, si può evincere come una corretta valutazione delle opzioni risulta fondamentale sia a livello macroeconomico per evitare imperfezioni di mercato, sia a livello microeconomico, del singolo investitore, per implementare con successo le strategie avanzate qui elencate.

A questo scopo, il modello di **Black-Scholes-Merton** svolge un ruolo cruciale. Questo modello matematico, realizzato nel 1973, si basa sulla condizione fondamentale per la quale un titolo derivato è implicitamente prezzato se il sottostante viene negoziato sul mercato.

Esiste un'

$$C = S_0 * N(d1) - X * e^{-rt} * N(d2)$$

Dove  $C$  è il prezzo dell'opzione put ed è uguale alla differenza tra il prezzo corrente dell'attività sottostante ( $S_0$ ) moltiplicato per la probabilità che l'opzione venga esercitata ( $N(d_1)$ ) e il prezzo d'esercizio ( $X$ ) per il fattore di sconto continuo ( $e^{-rt}$ ) moltiplicato per la probabilità che l'opzione venga esercitata, aggiustata, sottraendo il fattore di volatilità ( $N(d_2)$ ). La differenza sostanziale tra  $N(d_1)$  e  $N(d_2)$ , pur esprimendo lo stesso concetto, è che  $N(d_2)$  include la probabilità che l'opzione sia *in the money* alla scadenza.

Per il prezzo di un'opzione put europea, la formula è:

$$P = X \cdot e^{-rt} \cdot N(-d_2) - S_0 \cdot N(-d_1)$$

La struttura dei parametri  $d_1$  e  $d_2$  rimane la stessa, ma le funzioni di distribuzione cumulativa della normale cambiano segno per adattarsi alla natura della put, che si basa su una prospettiva ribassista.

Il modello di Black-Scholes ha rappresentato una pietra miliare della finanza quantitativa, tanto da diventare perno di numerose strategie di grandi fondi di investimento ed hedge funds.

La natura teorica del modello, congiunta alle sue diverse assunzioni (mercato senza arbitraggio, tassi di interesse e volatilità costante, mercato liquido ed assenza di dividendi) rende la sua applicazione limitata. Un caso in cui il modello non è efficiente è rappresentato dal mercato americano, dove le opzioni possono essere esercitate in qualsiasi momento e, diversamente dal mercato europeo, non necessariamente a scadenze.

Dopo aver analizzato i contratti future e forward e le opzioni, è possibile analizzare altri strumenti derivati che permettono di gestire dei rischi più specifici e, per questo, rappresentano strumenti, tendenzialmente, negoziati da grandi investitori istituzionali, che, per la loro dimensione, sono in grado di esporsi a tali rischi e mitigarli, attraverso la diversificazione.

### 1.1.3 Forward Rate Agreement e Swap

Un **forward rate agreement** (FRA) è un contratto che consente di concordare un tasso di interesse da applicare a un capitale nominale per un periodo futuro specifico. Nel contratto FRA, l'acquirente paga il tasso fisso e incassa il tasso variabile, mentre il venditore paga il tasso variabile ed incassa il tasso fisso, calcolati sul capitale nozionale. Il **capitale nozionale** è l'importo di riferimento sul quale vengono calcolati i tassi di interesse che le controparti andranno a scambiare, ma non rappresenta l'importo

effettivamente scambiato, in quanto la sua funzione è semplicemente quella di essere la base di calcolo dei differenziali di prezzo dei contratti. Scambiare il capitale nozionale non è necessario perché non è l'importo ad essere rilevante per l'efficacia della gestione del rischio, bensì la variazione dei tassi di interesse.

Se il tasso di mercato è maggiore a quello concordato, l'acquirente andrà in profitto, mentre andrà in perdita in caso contrario, dovendo pagare la differenza (generalmente ad una banca) tra fisso e variabile.

Il FRA non è standardizzato ed è generalmente scambiato su mercati OTC tramite negoziazioni bilaterali, rendendo la natura dello strumento ancora più rischiosa.

Per comprendere cosa sia uno swap si può tradurre dall'inglese il verbo *to swap* ossia *scambiare qualcosa per qualcos'altro*.

Lo swap consiste nello scambio di flussi di cassa tra due controparti, che si vanno a determinare in base all'attività sottostante. Gli swap sono strumenti che generalmente sono adottati per la gestione del rischio, ma il loro alto grado di innovazione e modernità li ha resi utili anche in fase di speculazione.

In relazione alla natura dell'attività sottostante si possono distinguere:

- **Interest Rate Swap (IRS)**, è lo swap più negoziato a livello globale e consiste nello scambio di flussi di interesse tra due controparti, in genere tra tassi fissi e variabili. Seppur entrambi pongono la loro ragion d'essere nella gestione dell'esposizione ai tassi di interesse, un IRS differisce da un FRA per durata (L'IRS copre un periodo pluriennale), struttura (L'IRS prevede più periodi di pagamento) e rischio (nel FRA vi è un rischio di controparte minore rispetto all'IRS). Uno IRS, dunque, può essere considerato come una *reiterazione di contratti fra*.

Per le caratteristiche appena elencate, risulta evidente come l'IRS rappresenti uno strumento flessibile e personalizzabile, ma allo stesso tempo rischioso e illiquido. Gli IRS sono ampiamente utilizzati da: aziende a tasso variabile che decidono strategicamente di convertire i loro obblighi in pagamento in tassi fissi riducendo l'esposizione al rischio di variazione di tassi di interesse, banche che usano swap per ottimizzare i portafogli di prestiti e governi e organizzazioni sovranazionali, per gestire l'esposizione ai tassi di interesse legata al loro debito pubblico

- **Currency Swap** è uno strumento che consiste nello scambio di flussi di cassa in due diverse valute. Per esempio, un'azienda americana potrebbe avere bisogno di finanziare le sue attività in Europa e decide di entrare in un Currency swap con una banca europea, prendendo in prestito dollari, al fine di evitare rischi finanziari derivanti dalle fluttuazioni del tasso di cambio. Durante la durata del Currency swap, l'azienda pagherà gli interessi in euro, mentre la banca gli pagherà interessi in dollari. I tassi di interesse applicati ai capitali nozionali
- **Commodity Swap** è un contratto in cui due controparti si scambiano flussi di cassa basati sul prezzo di una materia prima. Questo tipo di swap viene tipicamente acquistato da aziende che vogliono proteggersi dalle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime
- **Credit Default Swap (CDS)** è un tipo di swap lanciato negli anni '90 dalla banca d'investimento americana JP Morgan per gestire il rischio di credito associato ai loro portafogli di prestiti e obbligazioni. In altre parole, la nascita dei CDS ha offerto alle banche una modalità di protezione al rischio di default delle entità a cui concedono prestiti o a cui acquistano obbligazioni, senza dover vendere effettivamente i prestiti o le obbligazioni detenute. In un contratto CDS, l'acquirente paga un premio periodico al venditore per trasferirgli il rischio di default. Nel caso avvenga, nell'intervallo di tempo stabilito durante la stipula del contratto, un evento di credito (default, ristrutturazione del debito o mancato pagamento), il venditore dei CDS è obbligato a rimborsare il valore nominale dell'obbligazione in caso di default (100%) o a pagare la differenza tra valore nominale e valore di recupero (in caso di evento di credito).

Come si andrà ad analizzare più nel dettaglio nel prossimo capitolo, i CDS hanno rappresentato un precedente normativo di fondamentale importanza nella crisi finanziaria del 2008, in particolare con il fallimento dell'AIG (American International Group) una delle più grandi ed influenti compagnie assicurative al mondo.

L'AIG, attraverso una sua divisione specializzata, iniziò a vendere massicciamente CDS all'inizio del primo millennio, col fine di coprire il rischio di default su obbligazioni garantiti da mutui, come le **collateralized debt**



**obligations (CDO).** Tuttavia, molti di questi mutui erano subprime, ossia mutui concessi a debitori con rating creditizi deboli o incerti.

L'AIG si espone in maniera eccessiva con tali operazioni e quando il mercato immobiliare cominciò a crollare nel 2007, molti debitori non furono in grado di ripagare i propri mutui e il valore di tali strumenti iniziò a scendere. Ciò innescò una crisi di liquidità per AIG, causata dal fatto che molte banche ed investitori iniziarono a chiedere i risarcimenti previsti dai contratti e l'AIG non aveva accantonato riserve necessarie per far fronti a tale richieste.

Il governo americano, pur considerando il moral hazard, ritenne di dover salvare l'AIG, prendendo il controllo del 92% delle azioni e stimando il supporto totale in 182 miliardi di dollari<sup>10</sup>.

Il fallimento di AIG durante la crisi finanziaria del 2008 fu un esempio chiave di come i Credit Default Swap hanno potuto amplificare il rischio sistemico, rendendo necessario un massiccio intervento governativo al fine di evitare pericolose conseguenze su scala nazionale e mondiale.

Dopo aver analizzato le varie tipologie di derivati, è da sottolineare come l'innovazione dell'ingegneria finanziaria è stata dirompente negli ultimi decenni e ha consentito, nel tempo, la creazione di strumenti ancora più sofisticati. È il caso dei **derivati esotici**, strumenti finanziari complessi progettati per soddisfare esigenze di investimento avanzate. Essi presentano payoff non lineari, sono altamente personalizzati e sottostanno a specifiche condizioni particolari per il loro esercizio.

## **1.2 Funzioni e applicazioni**

Secondo i testi di Aristotele, già Talete di Mileto dimostrò la sua capacità nelle attività pratiche, per rispondere a chi lo accusava di essere povero e che la filosofia non gli fosse di alcun aiuto, stipulando in inverno un contratto, che oggi definiremmo *opzione*, sull'utilizzo in autunno di alcuni frantoi.

Sebbene il concetto di derivati finanziari sia moderno e tuttora sconosciuto e oscuro alla maggioranza della popolazione essi hanno origine antiche e la storia è piena di esempi di contratti che presentano similarità con gli strumenti precedentemente elencati.

---

<sup>10</sup> AIG Program Status- U.S. Department of the Treasury

I prodotti derivati sono spesso considerati sofisticati e di difficile comprensione dalla maggior parte dei piccoli investitori, non considerando come, molti prodotti di generale diffusione, possano contenere al loro interno dei derivati. Un esempio concreto è rappresentato dai **mutui a tasso variabile con cap e floor**, prodotto offerto da molte banche.

Il **cap** è un'opzione che impone un tetto massimo al tasso di interesse variabile, proteggendo il mutuatario da rialzi eccessivi dei tassi di interesse, mentre il **floor** rappresenta il limite inferiore sotto il quale il tasso di interesse non può scendere, proteggendo la banca da un ribasso eccessivo dei tassi di interesse. Sebbene tali mutui siano a tasso variabile (in genere legati all'EURIBOR), la presenza di una struttura derivata, introduce dei limiti alla volatilità del valore del sottostante.

Ad esempio, se il tasso di interesse varia tra il 2%(floor) e il 5%(cap), il mutuatario pagherà un tasso variabile, finché questo rimane all'interno di questo intervallo. Se il tasso di mercato scende sotto il 2%, il mutuatario continuerà a pagare il 2%, allo stesso modo, se il tasso di mercato sale sopra il 5%, il mutuatario non pagherà più del 5%.

Gli strumenti derivati non sono utilizzati, dunque, solo per scopi speculativi, ma svolgono una serie di funzioni cruciali nel sistema economico moderno. Questi strumenti permettono a operatori economici, sia aziende che famiglie, di affrontare l'incertezza e le fluttuazioni dei mercati in modo più efficace.

### **1.2.1 Copertura speculazione e arbitraggio**

La **copertura** è una delle funzioni principali dei derivati finanziari e viene utilizzata al fine di ridurre l'esposizione al rischio di mercato, ossia di consentire agli investitori e alle aziende di proteggersi da movimenti sfavorevoli nei prezzi degli strumenti di mercato. L'utilizzo di questi strumenti consente di ottimizzare il portafoglio di investimenti, in alcuni casi diminuendo il potenziale di profitto, ma limitando al contempo l'esposizione a rischi specifici.

La logica sottostante ad una operazione di copertura (o hedging) è quella di coprire un eventuale aumento/diminuzione del valore dell'attività da coprire compensando con una diminuzione/aumento del valore del contratto derivato.

Si può dunque affermare che, in una strategia di copertura, lo strumento derivato e l'attività sottostante presentano una correlazione inversa.

La **correlazione** è una misura statistica che descrive la relazione tra due variabili e come l'andamento di una influenzi l'altra e viceversa.

La **correlazione di Pearson** è il metodo più comune per calcolare la correlazione lineare tra due variabili, e si esprime attraverso il coefficiente di correlazione “r”, che può assumere valori tra +1 e -1

$$r = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{[n \sum X^2 - (\sum X)^2][n \sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

dove r è il coefficiente di correlazione di Pearson, n è il numero di coppie di dati, X e Y sono i valori delle due variabili.

Tale coefficiente assume valore +1 quando la correlazione è perfettamente positiva e, dunque, le due variabili si muovono nella stessa direzione, mentre assume valore -1 quando la correlazione è perfettamente negativa e, dunque, le variabili si muovono in direzioni opposte.

Più il valore di tale correlazione, dove assumiamo che le due variabili siano il prezzo del sottostante e il prezzo del derivato, è vicino all'estremo -1, più il guadagno derivante dal derivato compensa la perdita subita dall'attività sottostante e viceversa.

Il concetto di correlazione è una misura utile, ma presenta alcuni limiti significativi:

- Non riesce a cogliere le relazioni non lineari nei mercati finanziari, in particolare quelle che coinvolgono i derivati esotici. In questo caso, si rende necessario l'utilizzo di altri strumenti, come volatilità e modelli multifattoriali.
- La correlazione non tiene conto degli *outlier* (eventi rari ed estremi che possono impattare in maniera importante).

I derivati possono essere, inoltre, utilizzati per **speculazione**, ossia per scommettere sulle variazioni future dei prezzi dell'attività sottostante. Rispetto alla copertura, l'obiettivo della speculazione non è ridurre o compensare il rischio, bensì sfruttarlo al fine di generare un profitto. Nel corso degli anni, nonostante il fondamento teorico di tali strumenti sia la gestione del rischio, l'applicazione speculativa dei derivati ha trovato spazio, sia per i rendimenti straordinari che questi strumenti offrono che per il loro grado di personalizzazione, portando a grandi performance del settore finanziario, ma anche a grandi scandali (come la già citata crisi del 2008, ma anche il fallimento di grandi gruppi bancari cooperativi italiani).

I derivati offrono agli speculatori la possibilità di amplificare i loro profitti grazie al meccanismo della **leva finanziaria**, ossia di ottenere l'esposizione ad un'attività sottostante senza possederne l'intero valore, utilizzando per le proprie operazioni capitale preso in prestito.

Se da un lato, grazie alla leva finanziaria, un investitore può massimizzare i propri rendimenti sia in mercati rialzisti che ribassisti, in condizione di totale liquidità, allo stesso tempo le perdite possono essere significative e l'investitore si espone al rischio di **margin call**, ossia di non riuscire a depositare all'intermediario finanziario fondi sufficienti per mantenere aperta la posizione, in caso di perdite significative e, dunque, giungere ad una **liquidazione forzata**.

Inoltre, anche in caso di previsione corretta dell'andamento del mercato, l'uso della leva finanziaria richiede un ottimo **timing di mercato**. Un investitore che scommettere, per esempio, su un rialzo che avviene dopo un calo temporaneo, potrebbe essere costretto a chiudere la posizione prima che il rialzo si verifichi.

Non esiste, tuttavia, un confine chiaro tra operazioni di copertura e di speculazione, in quanto molto dipende dal contesto in cui il contratto viene negoziato e dalla natura dell'operatore che si appresta a svolgere l'operazione.

I derivati finanziari possono servire, inoltre, come potenti strumenti di **arbitraggio**. L'arbitraggio è una strategia che consente agli investitori di trarre profitto sfruttando le asimmetrie di prezzo tra mercati differenti o strumenti correlati.

Un'arbitraggista sfrutta le inefficienze di mercato, al fine di acquistare un asset in un mercato dove è sottovalutato e contemporaneamente venderlo in uno dove è sopravvalutato.

Un classico esempio di arbitraggio è ciò che si verifica nelle operazioni pronti contro termine, quando un trader utilizza un differenziale di prezzo tra due mercati, generando profitto senza rischi significativi.

Un investitore acquista un bond per 1000 euro nel mercato a pronti, contemporaneamente l'investitore vende un contratto future con scadenza a 3 mesi quotato 1030 euro, sapendo che il free-risk rate per tre mesi è pari al 2%. L'investitore tiene il titolo a scadenza e si maturano interessi pari a 20 euro. Alla scadenza, inoltre, consegna il titolo ed incassa 1030 euro, garantendosi un profitto pari a 50 euro. Con l'arbitraggio, l'investitore è

riuscito a garantirsi un profitto senza rischio, in quanto la differenza tra future e mercato a pronti è maggiore rispetto ai costi di finanziamento.

## **Capitolo 2: Quadro Normativo dei Derivati**

### **2.1 Regolamentazione Internazionale dei derivati**

Significative preoccupazioni sono state sollevate dal mondo politico ed economico riguardo ai rischi sistemici del nuovo mondo finanziario sprovvisto, soprattutto per i mercati OTC, di una regolamentazione che potesse essere considerata adeguata o sufficiente. Ci furono, dunque, degli sforzi congiunti globali al fine di **regolamentare gli strumenti derivati finanziari**, ormai divenuti parte integrante del sistema finanziario, avendo già trattato come questi potessero essere utilizzati per copertura, speculazione ed arbitraggio

La necessità di regolamentare il mercato dei derivati è diventata particolarmente evidente durante la **crisi finanziaria del 2008**, in cui l'alta esposizione del settore bancario verso i mutui subprime, che poi venivano cartolarizzati e contro i quali venivano aperte posizioni di CDS, fu uno delle principali motivazioni che portò i legislatori di tutti il mondo a regolamentare tale fenomeno

La mancanza di **trasparenza**, unita alla **scarsa regolamentazione** dei derivati negoziati nei mercati non regolamentati, ha amplificato la crisi e ha messo in luce i rischi intrinseci di questi strumenti complessi.

A seguito della crisi, emerse la necessità di implementare delle leggi più stringenti per i derivati, con l'obiettivo di:

- **Aumentare la trasparenza** nelle transazioni finanziarie;
- **Ridurre il rischio di controparte**,
- **Stabilizzare i mercati finanziari**, minimizzando i rischi sistemici;
- **Proteggere gli investitori** e il sistema finanziario da crisi future.

L'accordo di **Basilea III** e il **G20**, tenuto durante il summit del 2009 a Pittsburgh, rafforzano il controllo sul mercato dei derivati, introducendo requisiti più stringenti di riserve di capitali per l'esposizione delle banche ai derivati e stabilendo principi per garantire la compensazione centrale e la trasparenza di tali operazioni, che avveniva attraverso report finanziari redatti dalle parti

Diverse giurisdizioni hanno adottato riforme specifiche per implementare le direttive internazionali:

- In **Europa**, la principale fonte di diritto è il **Regolamento EMIR** e la **MiFID II**, che hanno avuto un impatto notevole sulla gestione dei derivati, imponendo la compensazione tramite controparti centrali per i derivati OTC e aumentando i requisiti di trasparenza per gli operatori di mercato.
- Negli **Stati Uniti**, il **Dodd-Frank Act** ha riformato profondamente i mercati dei derivati, imponendo alle parti, obblighi di compensazione centrale e requisiti di capitale, nonché rafforzando i poteri di vigilanza della **SEC** e della **CFTC**.

Le regolamentazioni introdotte a livello internazionale si sono poste l'ambizioso obiettivo di ridurre i rischi associati ai derivati, fornendo al contempo un quadro normativo chiaro e trasparente per la negoziazione di questi strumenti. Uno degli obiettivi principali è quello di evitare che l'uso incontrollato dei derivati possa amplificare i rischi per il sistema finanziario, come accaduto durante la crisi del 2008. Le riforme, inoltre, incentivano l'uso di **controparti centrali di compensazione (clearing houses)**, riducendo il rischio di insolvenza di una delle controparti coinvolte nelle transazioni.

La regolamentazione internazionale dei derivati rappresenta una risposta concreta alle sfide poste da questi strumenti complessi. Cercando di preservare i benefici dei derivati in termini di gestione del rischio e di efficienza del mercato, il nuovo quadro normativo mira a prevenire future crisi finanziarie garantendo maggiore trasparenza, controllo e sicurezza. Nei paragrafi successivi verranno analizzati nel dettaglio i principali regolamenti internazionali e regionali, illustrando come questi hanno plasmato l'attuale mercato dei derivati.

Diverse figure del mondo economico e politico hanno spesso sollevato il tema della regolamentazione degli strumenti derivati, tra questi è possibile citare:

- **Timothy Geithner**, ex Segretario del tesoro degli Stati Uniti dal 2009 al 2013 durante la presidenza Obama, in un famoso discorso al Senato degli Stati Uniti nel 2009, nel contesto della presentazione delle riforme finanziarie presentate dal governo, affermò: *“La crisi finanziaria ha mostrato in modo drammatico come la mancanza di regolamentazione efficace dei derivati over-the-counter abbia contribuito a destabilizzare i mercati globali. Senza adeguati controlli, i derivati hanno amplificato il rischio di controparte e hanno consentito la crescita di una*

*leva finanziaria incontrollata. Regolamentare questi mercati è fondamentale per evitare che si ripetano simili fallimenti sistemici.* <sup>11</sup>

- **Ben Bernanke**, ex presidente della Federal Reserve dal 2006 al 2014, durante la conferenza della **Federal Reserve Bank di Atlanta**, dichiarò:” *La perdita di fiducia che abbiamo osservato in alcune istituzioni bancarie è emersa non solo perché i partecipanti al mercato si aspettano tassi di perdita futuri elevati su molti asset bancari, ma anche perché percepiscono che l'incertezza attorno ai tassi di perdita stimati sia insolitamente ampia.*”<sup>12</sup>
- **Joseph Stiglitz**, economista e Premio Nobel, in un famoso report, realizzato in collaborazione con l'economista José Ocampo, dichiarò:” *C'erano anche profonde divisioni riguardo alle decisioni monetarie del paese che emette la principale valuta di riserva globale, che certamente non teneva conto delle implicazioni globali delle sue scelte politiche... Le differenze tra i paesi sviluppati, che spingevano per una regolamentazione finanziaria globale, e le economie emergenti, che preferivano un approccio differenziato a livello nazionale, hanno giocato un ruolo significativo nelle discussioni sui derivati.*”<sup>13</sup>

Le dichiarazioni di Timothy Geithner, Ben Bernanke, e Joseph Stiglitz riflettono una preoccupazione condivisa da molti economisti e legislatori in seguito alla crisi finanziaria del 2008, sullo stato di salute del settore bancario: l'uso incontrollato e poco trasparente dei derivati e l'eccessiva esposizione al rischio hanno contribuito a creare un livello di rischio sistemico mai visto prima. Prima del 2008, i derivati, soprattutto nei mercati OTC (over-the-counter), venivano negoziati senza una supervisione rigorosa, portando a una crescita incontrollata della leva finanziaria e a una complessità finanziaria che ha reso difficile comprendere il reale livello di esposizione al rischio.

### **2.1.1 Cooperazione Internazionale e principi del G20**

Dopo la crisi finanziaria del 2008, è emersa con urgenza la necessità di una cooperazione internazionale per limitare i rischi sistemici legati all'uso dei derivati finanziari,

---

<sup>11</sup> Timothy Geithner-<https://www.c-span.org/video/?287593-1/regulation-derivatives-part-1>

<sup>12</sup> Ben Bernanke-<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090511a.htm>

<sup>13</sup> Joseph E. Stiglitz-[https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce/uploads/Joseph\\_Stiglitz/2012\\_G20\\_Glob\\_Econ\\_Coord.pdf](https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce/uploads/Joseph_Stiglitz/2012_G20_Glob_Econ_Coord.pdf)

specialmente nei mercati OTC. Il mercato globale dei derivati, essendo interconnesso e spesso poco trasparente, richiede regole armonizzate e una vigilanza coordinata tra le varie giurisdizioni per prevenire future crisi.

In questo contesto, il G20 ha assunto un ruolo di leadership, promuovendo riforme normative globali che puntano a ridurre i rischi e a migliorare la trasparenza dei mercati finanziari, con particolare attenzione ai derivati. Durante il **Summit di Pittsburgh del 2009**, i leader del G20 hanno concordato una serie di principi fondamentali per la regolamentazione dei derivati OTC, che hanno poi influenzato le riforme attuate nelle principali economie globali. Tali principi rappresentano il primo grande tentativo di armonizzare le regole e garantire che i mercati finanziari internazionali fossero più resilienti di fronte a eventuali shock futuri.

Uno degli obiettivi chiave del G20 è stato quello di aumentare la trasparenza dei mercati derivati, imponendo che tutte le transazioni sui derivati OTC fossero riportate a trade repositories, entità centrali incaricate di raccogliere e conservare le informazioni sulle transazioni. In questo modo, le autorità di regolamentazione possono accedere a dati accurati in tempo reale e monitorare eventuali accumuli di rischio nel sistema.

Un altro principio cardine delle riforme è stato l'introduzione di controparti centrali di compensazione (CCP) per i derivati OTC. Queste entità hanno il compito di ridurre il rischio di controparte, assumendo il ruolo di intermediario tra le parti che scambiano derivati e garantendo che le obbligazioni contrattuali vengano rispettate, anche in caso di insolvenza di una delle controparti. Questo meccanismo è stato fondamentale per stabilizzare il sistema, in quanto riduce drasticamente il rischio che il fallimento di una singola istituzione possa innescare una crisi sistemica, come avvenuto durante la crisi del 2008.

Collaborazione tra le autorità regolatorie internazionali

Il G20 ha inoltre sottolineato l'importanza di una collaborazione continua tra le autorità di regolamentazione nazionali e internazionali. L'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) e il Financial Stability Board (FSB) hanno giocato un ruolo cruciale nel facilitare la cooperazione tra i regolatori dei diversi paesi, cercando di armonizzare gli approcci normativi e assicurando che le riforme fossero implementate in modo coerente a livello globale. Questa cooperazione è particolarmente importante



poiché i derivati, specialmente quelli OTC, non conoscono confini nazionali e spesso coinvolgono più giurisdizioni.

Risultati tangibili e sfide ancora aperte

Le riforme proposte dal G20 hanno avuto un impatto significativo sui mercati globali dei derivati. Oggi, gran parte delle transazioni OTC avviene tramite controparti centrali e viene riportata ai repository, aumentando così la trasparenza e riducendo i rischi. Tuttavia, persistono ancora alcune sfide, in particolare legate alla disomogeneità nell'implementazione delle normative tra le diverse giurisdizioni. Ad esempio, mentre in Europa e negli Stati Uniti si è adottato un approccio stringente, in alcune economie emergenti le normative sono ancora in fase di sviluppo, creando delle lacune regolamentari che potrebbero essere sfruttate da operatori finanziari.

Un'altra sfida riguarda i derivati più complessi, come quelli esotici, che possono essere difficili da monitorare e regolamentare con precisione. Sebbene il G20 abbia posto le basi per una regolamentazione solida, è chiaro che il continuo sviluppo dei mercati finanziari richiede un adeguamento costante delle regole per tenere il passo con l'innovazione finanziaria.

Conclusione

Il ruolo del G20 nella regolamentazione dei derivati è stato fondamentale per stabilire un quadro normativo globale che possa prevenire future crisi finanziarie. Gli sforzi compiuti hanno reso i mercati finanziari più trasparenti e sicuri, riducendo i rischi di controparte e migliorando la cooperazione internazionale. Tuttavia, il lavoro di regolamentazione non è ancora concluso, e la continua collaborazione tra le autorità nazionali e internazionali rimane cruciale per affrontare le sfide future e garantire la stabilità dei mercati globali.

### **2.1.2 L'impatto degli accordi di Basilea III sul mercato dei derivati**

Gli **accordi di Basilea III**, introdotti in seguito alla crisi finanziaria del 2008, hanno avuto un impatto significativo sul mercato dei derivati, specialmente per quanto riguarda la **gestione del rischio** e l'**adeguamento patrimoniale** delle banche. Questi accordi, sviluppati dal **Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria**, mirano a rafforzare il sistema bancario globale, imponendo requisiti più stringenti in termini di capitale, liquidità e leva finanziaria, elementi che influenzano direttamente il modo in cui le banche gestiscono e utilizzano i derivati.

Uno degli impatti più importanti di Basilea III riguarda i requisiti di **capitale per il rischio di controparte**. Prima dell'introduzione di Basilea III, molte banche detenevano posizioni in derivati con esposizioni rilevanti al rischio di controparte, senza che fossero richiesti requisiti di capitale adeguati a coprire tali rischi. Basilea III introduce il **Capital Requirements Directive (CRD IV)**, che obbliga le banche a mantenere un capitale sufficiente per coprire le potenziali perdite derivanti da esposizioni non compensate, aumentando così la stabilità delle istituzioni finanziarie che operano sui mercati dei derivati.

I derivati **OTC (over-the-counter)**, che rappresentano una parte significativa di questo mercato, sono stati un'area particolarmente critica. In risposta, Basilea III ha imposto che i derivati OTC vengano sottoposti a **compensazione centrale** tramite le **Controparti Centrali di Compensazione (CCP)**, riducendo il rischio di controparte e il rischio sistemico, ovvero il rischio che il fallimento di una singola entità possa causare un effetto domino sull'intero sistema finanziario.

Un altro pilastro di Basilea III è l'introduzione del **leverage ratio** (rapporto di leva finanziaria), che limita l'uso della leva finanziaria da parte delle banche. Questo ha un effetto diretto sulle posizioni nei derivati, poiché le banche che assumono posizioni fortemente speculative tramite i derivati devono ora tenere conto di tali posizioni nel calcolo della leva. Il leverage ratio, fissato al 3%, impone che le banche mantengano un capitale minimo non solo in base al rischio ponderato degli asset, ma anche in base al totale degli attivi, inclusi i derivati, riducendo così l'eccessivo utilizzo della leva finanziaria.

L'impatto di Basilea III sui derivati ha comportato un cambiamento radicale nel comportamento delle banche, che ora sono incentivate a ridurre il rischio e a gestire in modo più prudente le loro esposizioni in derivati. Alcuni effetti tangibili includono:

1. **Aumento dei costi di gestione dei derivati:** Le banche devono allocare più capitale per le transazioni in derivati, il che aumenta i costi di utilizzo di questi strumenti, specialmente nei mercati OTC.
2. **Compensazione centrale obbligatoria:** Come accennato, i derivati OTC devono essere compensati tramite CCP, il che ha ridotto il rischio di controparte ma ha anche aumentato i requisiti di margine e i costi associati.

3. **Riduzione delle posizioni speculative:** Il leverage ratio e i requisiti di capitale più severi hanno portato le banche a ridurre le posizioni speculative in derivati, concentrandosi maggiormente su operazioni di copertura e gestione del rischio.
4. **Aumento della trasparenza:** Le riforme imposte da Basilea III, insieme alle disposizioni del G20, hanno portato a una maggiore trasparenza nel mercato dei derivati. L'obbligo di compensazione centrale e di reportistica su repository centrali consente alle autorità di vigilanza di monitorare in modo più efficace il rischio sistemico.

Nonostante gli effetti positivi in termini di stabilità finanziaria, Basilea III ha anche incontrato delle **critiche**. Alcuni operatori di mercato hanno lamentato l'aumento dei costi e la **riduzione della liquidità** nel mercato dei derivati, poiché i nuovi requisiti hanno reso più costoso e complesso negoziare tali strumenti. Inoltre, alcune banche hanno ridotto le loro attività sui derivati OTC o si sono concentrate su mercati regolamentati per ridurre l'onere regolamentare.

Gli accordi di Basilea III hanno contribuito in modo significativo alla riduzione dei rischi associati ai derivati, imponendo requisiti di capitale più severi e limitando l'uso della leva finanziaria. Queste misure hanno migliorato la **stabilità finanziaria globale**, ma hanno anche portato nuove sfide, in particolare per quanto riguarda l'aumento dei costi e la riduzione della liquidità. Tuttavia, l'obiettivo di prevenire un'altra crisi finanziaria simile a quella del 2008 è stato largamente raggiunto, grazie a un sistema bancario più robusto e regolamentato.

## **2.2 Regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea**

La regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea ha subito un'importante evoluzione nel corso degli ultimi decenni, influenzata sia dagli sviluppi dei mercati finanziari globali sia dalle crisi economiche che hanno messo in luce le fragilità del sistema finanziario.

Negli anni '90, con la progressiva **globalizzazione dei mercati finanziari** e la crescente integrazione economica all'interno dell'Unione Europea, l'utilizzo degli strumenti derivati iniziò a crescere in modo esponenziale. Tuttavia, la mancanza di una regolamentazione comune e armonizzata all'interno dell'Unione Europea rappresentava un ostacolo per l'efficace monitoraggio dei rischi associati a questi strumenti. In quel periodo, la regolamentazione dei derivati era frammentata e lasciata alle singole giurisdizioni

nazionali, il che rendeva difficile la creazione di un mercato finanziario europeo pienamente integrato.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha segnato una svolta fondamentale per la regolamentazione dei derivati in Europa. Il crollo di grandi istituzioni finanziarie, dovuto anche all'uso indiscriminato di **derivati complessi** e poco trasparenti, ha messo in luce la necessità di una regolamentazione più rigida e centralizzata per limitare i **rischi sistemici** e migliorare la **trasparenza dei mercati**.

In risposta, l'Unione Europea ha avviato una serie di riforme normative per aumentare la sicurezza e l'integrità dei mercati finanziari, con particolare attenzione ai derivati negoziati nei mercati **OTC (over-the-counter)**, che rappresentavano una delle maggiori fonti di rischio durante la crisi. Queste riforme si sono concentrate sulla creazione di un quadro normativo unico e armonizzato, volto a garantire una maggiore trasparenza e una riduzione del rischio di controparte.

Negli anni successivi alla crisi, il percorso verso una regolamentazione più stringente dei derivati ha visto la nascita di importanti normative a livello europeo. Il **Trattato di Lisbona**, entrato in vigore nel 2009, ha rafforzato le basi istituzionali per un'azione più coordinata in ambito finanziario. A partire dal 2010, l'Unione Europea ha iniziato a definire una serie di normative specifiche per i mercati dei derivati, coinvolgendo non solo i derivati standardizzati, ma anche quelli negoziati nei mercati OTC, che rappresentavano una porzione considerevole del rischio sistemico.

Due delle principali normative introdotte nel contesto di questa riforma sono:

- Il **Regolamento Europeo sulle Infrastrutture di Mercato (EMIR)**, che ha stabilito regole per la **compensazione centrale** e la **reportistica** delle transazioni in derivati OTC;
- La revisione della **Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari (MiFID II)**, che ha ampliato la portata della regolamentazione, introducendo ulteriori requisiti di trasparenza e di tutela degli investitori nel mercato dei derivati.

Queste normative hanno gettato le basi per un **mercato finanziario europeo** più solido, riducendo le asimmetrie informative e mitigando i rischi di contagio tra istituzioni finanziarie. Oltre a migliorare la trasparenza e a ridurre il rischio di controparte, queste regolamentazioni hanno anche l'obiettivo di uniformare le regole in tutto il territorio europeo, riducendo così le differenze normative tra i vari stati membri.

La regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea è il frutto di un percorso evolutivo che ha subito una forte accelerazione dopo la crisi finanziaria del 2008. Il crollo di alcune delle principali istituzioni finanziarie globali e l'uso diffuso di derivati complessi e opachi nei mercati **OTC (over-the-counter)** ha portato a una revisione completa del quadro normativo europeo. Attraverso normative come l'**EMIR** e la **MiFID II**, l'UE ha creato un sistema regolamentare più rigido e armonizzato, volto a garantire la **trasparenza** e la **sicurezza** dei mercati dei derivati.

Tuttavia, nonostante questi progressi, la regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea si trova oggi di fronte a nuove **sfide** legate sia all'evoluzione tecnologica che ai cambiamenti geopolitici. L'emergere di strumenti finanziari innovativi e l'aumento dell'integrazione dei mercati globali richiedono un costante adattamento delle normative. In particolare, la diffusione della **blockchain** e dei **contratti intelligenti** sta ponendo nuove domande ai regolatori su come gestire i derivati basati su asset digitali, che non rientrano sempre nei confini delle normative esistenti.

Inoltre, mentre l'Unione Europea ha fatto passi avanti nel garantire un quadro normativo comune, restano differenze tra le modalità di applicazione delle norme nei vari Stati membri. Questa **disomogeneità** può portare a fenomeni di **arbitraggio normativo**, dove le istituzioni finanziarie scelgono di operare in paesi con regolamentazioni meno stringenti, riducendo così l'efficacia delle riforme. Di conseguenza, le autorità europee devono continuare a lavorare per ridurre queste discrepanze e garantire un'applicazione uniforme delle normative.

Un'altra questione rilevante riguarda le conseguenze della **Brexit** sul mercato dei derivati europeo. Con l'uscita del Regno Unito dall'UE, molte operazioni finanziarie, soprattutto quelle legate ai derivati, sono state messe in discussione. Londra è stato storicamente uno dei principali centri per la negoziazione dei derivati, e la frammentazione tra il mercato europeo e quello britannico ha creato incertezze su come le nuove regole verranno applicate a livello transfrontaliero.

Nonostante queste sfide, il quadro normativo europeo rappresenta un modello solido e avanzato per la gestione dei rischi finanziari legati ai derivati. Le autorità di vigilanza continueranno a monitorare l'evoluzione del mercato e a modificare le normative per garantire che l'Unione Europea resti all'avanguardia nella regolamentazione dei mercati finanziari.

### 2.2.1 European Market Infrastructure Regulation (EMIR)

Il **Regolamento EMIR** (European Market Infrastructure Regulation), anche noto come **Regolamento (UE) n. 648/2012**, è una normativa dell'Unione Europea è stato emanato il **16 agosto 2012** con l'obiettivo di migliorare la **trasparenza** e ridurre il **rischio sistemico** nel mercato dei derivati, in particolare quelli negoziati nei mercati **OTC (over-the-counter)**. L'EMIR è stato istituito come risposta diretta alla crisi finanziaria globale del 2008 e ha evidenziato le vulnerabilità create dalla mancanza di supervisione sui derivati OTC.

EMIR è stato sviluppato per migliorare la gestione del rischio nel mercato dei derivati e rendere più sicure e trasparenti le transazioni su tali strumenti. I principali obiettivi del regolamento sono i seguenti:

- **Remunerazione centrale:** L'obbligo di compensare i derivati OTC tramite **Controparti Centrali di Compensazione (CCP)**, riducendo così il rischio di controparte, ovvero il rischio che una delle parti coinvolte in una transazione non riesca a rispettare i propri obblighi.
- **Obbligo di reporting:** EMIR impone che tutte le operazioni in derivati, sia OTC che regolamentati, siano **registrate** presso **trade repositories** (repository centrali), i quali inviano i dati alle autorità competenti per monitorare il rischio di sistema.
- **Ridurre il rischio dei derivati non compensati:** Le controparti che scelgono di non compensare tramite CCP devono comunque adottare misure per ridurre il rischio, come la valutazione quotidiana delle esposizioni e l'obbligo di scambio di garanzie.
- **Supervisione delle CCP:** Il regolamento prevede l'autorizzazione e la supervisione delle CCP da parte delle autorità competenti, a livello europeo il **Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS)** e l'**Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA)**.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Il Regolamento (UE) 2019/2099 ha apposto delle modifiche ad EMIR, rafforzando ESMA come supervisore di CCP, in particolare di paesi terzi

Il Regolamento EMIR contiene **85 articoli** che tratta vari aspetti relativi alla gestione e alla mitigazione del rischio nei mercati dei derivati. EMIR si compone di sei parti principali:

1. **Gli Obblighi delle controparti:** Le responsabilità delle controparti per la compensazione e il reporting delle operazioni.
2. **La supervisione e l'autorizzazione delle CCP:** Stabilisce le condizioni di autorizzazione e funzionamento delle controparti centrali.
3. **Regole per la trasparenza e il rischio:** sono inclusi i requisiti per la trasparenza nelle operazioni su derivati.
4. **Sanzioni e monitoraggio:** Descrive le sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni.
5. **Disposizioni provvisorie:** Regola l'implementazione e la transizione verso il rispetto del regolamento.

L'iter parlamentare che ha portato all'approvazione di EMIR è stato lungo e complesso, caratterizzato da intense discussioni all'interno del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'Unione Europea. Inizialmente proposto dalla **Commissione Europea nel 2010**, il testo del regolamento è stato elaborato in stretta collaborazione con l'**ESMA** e il **Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS)**. L'obiettivo era integrare le raccomandazioni del G20, che durante il **Summit di Pittsburgh del 2009** hanno stabilito la necessità di compensazione centrale e maggiore trasparenza per i derivati OTC.

Uno dei temi centrali della discussione parlamentare ha riguardato l'**equilibrio tra sicurezza e costi operativi** per le istituzioni finanziarie. Le critiche iniziali mosse al regolamento si sono concentrate sull'aumento dei costi derivanti dalla compensazione obbligatoria e dalla necessità di garanzie per i derivati non compensati. Nonostante queste resistenze, la crisi del 2008 ha dimostrato l'importanza di regole rigorose per prevenire il rischio sistemico e la maggior parte dei membri del Parlamento Europeo ha sostenuto l'approvazione del regolamento

L'adozione di EMIR ha anche segnato un passo significativo per l'armonizzazione delle leggi finanziarie in Europa, imponendo regole uniformi che mirano a ridurre la frammentazione dei mercati e a evitare comportamenti opportunistici tra i vari paesi membri.

L'**EMIR Refit** (Regolamento (UE) 2019/834) ha introdotto, nel 2019, modifiche per semplificare alcune delle disposizioni originarie e ridurre l'impatto normativo per le piccole controparti finanziarie, senza compromettere la stabilità del sistema.

EMIR ha migliorato la trasparenza e il rischio di controparte nei mercati dei derivati dal momento in cui è entrato in vigore. La supervisione delle CCP ha migliorato la capacità delle autorità di monitorare il rischio sistemico, mentre l'obbligo di compensazione e reporting ha aumentato la capacità delle autorità di monitorare il rischio sistemico.

Tuttavia, alcuni operatori di mercato hanno espresso preoccupazione per l'aumento dei **costi di conformità**, soprattutto per le piccole imprese finanziarie e per le controparti che operano nei mercati OTC. Nonostante ciò, il quadro normativo introdotto da EMIR rappresenta un passo cruciale verso la stabilità dei mercati finanziari europei e la riduzione del rischio di future crisi.

Dopo aver esaminato il **Regolamento EMIR**, che si concentra principalmente sulla **trasparenza** e la **riduzione del rischio di controparte** nei mercati dei derivati OTC, è importante affrontare un'altra normativa chiave che ha contribuito a ridefinire il quadro regolamentare europeo: la **Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)**. La MiFID II estende il controllo su una vasta gamma di strumenti finanziari, introducendo regole dettagliate su **trasparenza, condotta di mercato e protezione degli investitori**, mentre EMIR si focalizza sugli aspetti operativi e di compensazione dei derivati. Nel prossimo paragrafo, analizzeremo come la MiFID II abbia trasformato il panorama normativo dei mercati finanziari europei, con particolare attenzione ai suoi effetti sui derivati.

### **2.2.2 Markets in Financial Instruments Directive II**

Una delle riforme più significative della regolamentazione dei mercati finanziari dell'UE è la Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II).

La direttiva MiFID II ha sostituito la precedente **MiFID I**, e ha ampliato significativamente l'ambito di applicazione della regolamentazione per includere nuovi strumenti finanziari e promuovere una maggiore trasparenza, efficienza e protezione degli investitori nei mercati finanziari europei.

La direttiva è entrata in vigore il 3 gennaio 2018 ed è stata progettata per migliorare la trasparenza e l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione Europea, fornire maggiore



**protezione agli investitori** e ridurre i rischi legati alle transazioni in strumenti finanziari, inclusi i derivati. Gli obiettivi principali della direttiva includono:

- **Miglioramento della trasparenza pre e post-negoziazione:** MiFID II impone obblighi di trasparenza sia prima che dopo la negoziazione, per garantire che i prezzi e i volumi delle transazioni siano accessibili al pubblico e alle autorità di vigilanza. Ciò contribuisce a ridurre l'opacità nei mercati, in particolare nei **mercati OTC**.
- **Ulteriori Regole per il mercato dei derivati:** MiFID II impone specifici requisiti per la negoziazione e la segnalazione delle operazioni in derivati, rendendo necessari per alcuni di essi la negoziazione su **piattaforme regolamentate**.
- **Migliore protezione degli investitori:** La direttiva stabilisce obblighi più severi per la consulenza finanziaria e per la distribuzione dei prodotti finanziari e prevede una maggiore trasparenza sugli strumenti offerti agli investitori.
- **Limitare le speculazioni "eccessiva":** In un tentativo di ridurre la volatilità e le distorsioni di mercato, MiFID II stabilisce limiti per la speculazione nei mercati delle materie prime, in particolare sui derivati legati ai prodotti energetici e agricoli.

La MiFID II è composta da **97 articoli**, che sono stati integrati dal **Regolamento MiFIR (Regolamento sui Mercati degli Strumenti Finanziari)**, che regola gli aspetti più tecnici delle regole di trasparenza e segnalazione. La direttiva è suddivisa in diverse sezioni principali, che includono:

1. **Responsabilità per i prestatori di servizi di investimento:** Con l'obiettivo di proteggere gli investitori e aumentare la trasparenza nelle operazioni MiFID II impone standard rigorosi per la condotta degli intermediari finanziari.
2. **Mercati di negoziazione:** La direttiva aggiunge nuove categorie di piattaforme di negoziazione, come i **Sistemi di Negoziazione Organizzati (OTF)**, ai mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione).

3. **Gestione del rischio:** MiFID II impone alle controparti che negoziano derivati OTC<sup>15</sup> di rispettare specifiche regole per la gestione del rischio, limitando l'esposizione non coperta.
4. **Protezione degli investitori:** La direttiva impone agli intermediari di dimostrare che le transazioni sono state eseguite nel miglior interesse degli investitori in termini di prezzo, velocità e probabilità di esecuzione. Ciò rafforza gli obblighi di best execution.

L'adozione della MiFID II è stata un processo lungo e complicato. Il testo è stato proposto dalla **Commissione Europea** nel 2011 come risposta alle carenze riscontrate a seguito della crisi finanziaria del 2008. In particolare, la **MiFID I**, istituita nel 2007, non è stata in grado di affrontare le sfide poste dai mercati finanziari moderni, in particolare in termini di trasparenza e tutela degli investitori.

Durante la discussione parlamentare, molti paesi membri e operatori di mercato hanno espresso preoccupazioni riguardo agli **oneri regolamentari** imposti dalla nuova direttiva. In particolare, le istituzioni finanziarie hanno evidenziato l'aumento dei costi operativi per adeguarsi alle nuove regole, soprattutto per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza e di segnalazione. Nonostante queste preoccupazioni, il Parlamento Europeo ha approvato la direttiva con un ampio consenso, riconoscendo quanto sia importante aumentare la stabilità e la fiducia nei mercati europei.

Il mercato dei derivati è stato fortemente influenzato da MiFID II, in particolare in termini di trasparenza e controllo delle operazioni. La direttiva ha imposto che alcuni derivati, in particolare quelli negoziati OTC, vengano trasferiti su **piattaforme di negoziazione regolamentate** o che siano soggetti a compensazione centrale tramite **CCP**<sup>16</sup> (come stabilito anche dall'EMIR). Per questo motivo, l'opacità che caratterizzava la maggior

---

<sup>15</sup> La direttiva (UE) n.648/2012 (4): "L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC)"

<sup>16</sup> La direttiva (UE) n.648/2012 definisce la CCP come "come una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente; le controparti centrali non rientrano nel concetto di sistema organizzato di negoziazione quale definito dalla presente direttiva."

parte delle transazioni in derivati è diminuita, il che ha permesso alle autorità di vigilanza di avere una comprensione più completa del mercato e dei rischi che ne derivano.

Ciò significa che le informazioni dettagliate sulle domande e sulle offerte devono essere pubblicate prima della conclusione di una transazione. Ciò ha migliorato l'efficienza dei mercati e ha ridotto l'utilizzo di tecniche speculative poco trasparenti. Ciò ha reso i mercati più efficienti e ha limitato l'utilizzo di pratiche speculative poco trasparenti.

Gli operatori di mercato hanno espresso critiche a MiFID II nonostante la sua moltitudine di vantaggi. Tra le principali problematiche sollevate vi sono:

- **Costi di conformità elevati:** Molte istituzioni finanziarie hanno visto un aumento significativo dei costi operativi a causa dei nuovi obblighi di segnalazione e trasparenza.
- **Riduzione della disponibilità di liquidità:** A causa delle nuove regole e del trasferimento di alcune operazioni su piattaforme regolamentate, alcuni operatori hanno osservato una diminuzione della liquidità nei mercati dei derivati, in particolare nei mercati OTC.
- **Impatto sui piccoli intermediari:** Le nuove regole hanno aumentato le responsabilità amministrative e regolamentari per i piccoli intermediari e le aziende non finanziarie che utilizzano derivati per copertura.

La MiFID II rappresenta un passo cruciale verso una maggiore **trasparenza, tutela degli investitori e stabilità dei mercati finanziari** nell'Unione Europea. La direttiva ha introdotto misure significative per regolare i derivati, riducendo i rischi associati alla speculazione e migliorando la supervisione del mercato. Nonostante le sfide legate ai costi di conformità e all'implementazione delle nuove regole, MiFID II ha contribuito a creare un mercato finanziario europeo più trasparente, efficiente e sicuro.

Prima di passare alla regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti, è utile fare alcune riflessioni sulla **situazione attuale in Europa** e sui **potenziali sviluppi normativi**. Mentre normative come **EMIR** e **MiFID II** hanno gettato solide basi per la regolamentazione dei derivati nell'Unione Europea, la costante evoluzione dei mercati finanziari e l'innovazione tecnologica pongono nuove sfide che richiedono un aggiornamento continuo delle leggi e delle normative esistenti.

L'impatto della tecnologia sul settore finanziario, in particolare con l'introduzione di **blockchain, smart contracts** e **crypto-derivatives**, è uno dei principali temi di

discussione. L'UE sta iniziando a prendere in considerazione regolamentazioni specifiche per affrontare queste innovazioni. Un esempio di come l'Unione europea stia cercando di inquadrare l'uso di nuovi strumenti finanziari, come le criptovalute e i derivati basati su asset digitali, è la proposta attualmente in discussione del Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets)<sup>17</sup>. Anche se MiCA si concentra sui crypto-asset, potrebbe influenzare anche il modo in cui i derivati crypto vengono trattati in Europa.

La possibilità di revisione dell'EMIR è un altro argomento di discussione. L'EMIR Refit ha già semplificato alcuni aspetti normativi con l'obiettivo di ridurre la complessità per le piccole imprese e migliorare l'efficienza del sistema. Tuttavia, sono in atto ulteriori riforme. Ad esempio, dopo la Brexit, che ha frammentato il mercato europeo e sollevato dubbi sul futuro delle transazioni compensate tra l'UE e il Regno Unito, potrebbe essere necessaria una maggiore attenzione alla compensazione transfrontaliera.

Nel processo di approvazione e modifica delle leggi finanziarie, il Parlamento Europeo può presentare nuovi disegni di legge per affrontare meglio i rischi associati ai derivati più complessi o esotici. Si discute della possibilità di introdurre regole più stringenti per i derivati climatici o per i settori legati agli obiettivi ESG (Environmental, Social, and Governance), settori in rapido sviluppo che potrebbero richiedere una supervisione più approfondita.

Queste evoluzioni future mostrano quanto sia importante avere un sistema normativo che sia in grado di rispondere alle crisi passate e di essere flessibile e adattabile alle nuove sfide poste dai mercati finanziari in continua evoluzione.

Con queste considerazioni in mente, possiamo ora esaminare la regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti, che è stata molto simile a quella dell'Unione Europea ma con alcune importanti differenze.

### **2.3 Regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti, la regolamentazione dei derivati ha seguito un percorso evolutivo differente rispetto all'Unione Europea, caratterizzato da un intervento normativo più reattivo e specifico in risposta alla crisi finanziaria del 2008. Il crollo economico globale è stato causato principalmente dall'assenza di regolamenti rigidi per i mercati OTC (over-the-counter) e dall'uso eccessivo della leva finanziaria.

---

<sup>17</sup> Regolamento(EU)2023/1114

Ciò ha spinto il governo degli Stati Uniti a portare a termine una serie di riforme legislative con l'obiettivo di rafforzare la regolamentazione sui mercati dei derivati e prevenire potenziali crisi future.

L'approvazione del **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act** nel 2010 è stata una tappa cruciale di questo processo, costituendo la riforma più significativa della regolamentazione finanziaria americana dagli anni '30. Il Dodd-Frank Act ha creato un quadro normativo complesso per regolare i derivati OTC, mettendo in atto una serie di misure volte a ridurre il rischio sistemico, aumentare la trasparenza e impedire alle istituzioni finanziarie di assumere troppo rischio.

Oltre al Dodd-Frank Act, altre leggi e regolamenti hanno creato le regole per i derivati negli Stati Uniti. Le istituzioni regolamentari più importanti sono la **Securities and Exchange Commission (SEC)** e la **Commodity Futures Trading Commission (CFTC)**, che sono incaricate di monitorare e applicare le nuove norme del mercato. Queste agenzie sono responsabili della supervisione della conformità alle normative e della garanzia che i mercati finanziari siano trasparenti ed equi.

La Volcker Rule, che è stata introdotta dal Dodd-Frank Act, è un'altra parte importante della regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti. Questa norma ha impostato severi limiti all'attività speculativa delle banche, impedendo loro di utilizzare il proprio capitale per operazioni di trading proprietario su derivati. L'obiettivo di questa regola era ridurre i rischi di speculazione eccessiva e prevenire l'accumulo di rischi sistemici.

I paragrafi seguenti esamineranno in dettaglio i principali regolamenti e istituzioni che hanno influenzato la regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti, con particolare attenzione al modo in cui il Dodd-Frank Act ha modificato il settore dei derivati OTC, al ruolo della Securities and Exchange Commission (SEC) e ai risultati della Volcker Rule sui mercati dei derivati.

### **2.3.1 Dodd-Frank Act e riforma dei derivati OTC**

Il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, che è stato approvato nel luglio 2010, è stato il primo provvedimento legislativo approvato negli Stati Uniti per affrontare la crisi finanziaria del 2008. Questa riforma, promossa dall'amministrazione Obama, ha rappresentato un cambiamento significativo nella regolamentazione dei mercati finanziari americani, in particolare del mercato dei derivati. In particolare, il

Dodd-Frank Act ha ridotto il rischio sistemico che ha portato alla crisi finanziaria introducendo un nuovo quadro normativo per i derivati OTC (over-the-counter).

La sezione sui derivati del Dodd-Frank aveva tre obiettivi principali:

1. **Migliorare la trasparenza:** Prima della crisi, i mercati dei derivati avevano una mancanza di trasparenza, in particolare nei mercati OTC. Il Dodd-Frank ha reso obbligatorio il reporting di tutte le transazioni in derivati OTC, consentendo ai regolatori di avere accesso a dati chiari e tempestivi su queste transazioni. Le transazioni dovevano essere notificate ai depositi commerciali, che sono istituzioni che raccolgono e conservano informazioni sulle operazioni finanziarie per le autorità di vigilanza.

2. **Minimizzare il rischio di un'altra parte:** Come dimostrato dal fallimento di Lehman Brothers e dalla quasi insolvenza di AIG, la crisi del 2008 ha sottolineato il rischio sistemico rappresentato dalle controparti dei derivati OTC. Il Dodd-Frank ha imposto l'uso di controparti centrali di compensazione (CCP) per la compensazione dei derivati OTC. Queste entità fungono da intermediari tra le parti di una transazione e garantiscono che gli obblighi contrattuali siano rispettati, riducendo il rischio che il fallimento di una controparte possa avere un impatto sul sistema finanziario in tutta la catena.

3. **Controllo dei partecipanti al mercato:** Una regolamentazione più rigorosa è stata introdotta dalla riforma per i principali partecipanti ai mercati dei derivati, come i trader di swap e i principali partecipanti di swap. Queste aziende devono essere registrate presso la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la Securities and Exchange Commission (SEC), e devono soddisfare requisiti di capitale e garanzie più rigorosi al fine di ridurre il rischio che comportano le loro attività.

Il Dodd-Frank Act è una legge molto complessa con 848 pagine e 16 titoli. Il Titolo VII, noto anche come Wall Street Transparency and Accountability Act, regola sia i derivati su merci che su titoli e ha un impatto significativo sul mercato dei derivati. Secondo questo titolo, la CFTC e la SEC sono incaricate di regolare i derivati, distinguendo tra derivati su merci e derivati su titoli.

Il **Titolo VII** ha stabilito regole per i derivati negoziati nei mercati regolamentati e OTC, imponendo obblighi di compensazione centrale e segnalazione per entrambi. Gli elementi chiave della riforma includono:

- **L'obbligo di pagare per alcuni tipi di derivati OTC.**
- **L'obbligo di margine per le transazioni in derivati non compensate tramite CCP**

- **Aumentare la trasparenza dei prezzi attraverso l'uso di piattaforme di negoziazione per concludere transazioni in derivati.**

Il Congresso degli Stati Uniti ha avuto bisogno di un lungo e intenso dibattito per approvare il Dodd-Frank Act. Dopo la crisi del 2008, tutti concordavano sulla necessità di regolamenti più stringenti per i mercati finanziari, ma le specifiche della legge sono state molto negoziate. Mentre alcuni sostenevano che le misure proposte fossero troppo severe per le aziende e i mercati, alcuni chiedevano una regolamentazione ancora più rigorosa per prevenire future crisi.

L'impatto della compensazione centrale sui costi operativi delle imprese finanziarie è stato un tema importante durante la discussione parlamentare, in particolare per quanto riguarda i requisiti di margini e garanzie. Le banche più grandi si sono opposte a alcune delle misure più severe, ma alla fine la legge è stata approvata con il sostegno della maggioranza del Congresso perché era considerata una necessità urgente e prioritaria di riformare il sistema finanziario.

Il Dodd-Frank Act ha ridotto notevolmente il rischio sistemico sui mercati dei derivati OTC. Gli obblighi di segnalazione hanno aumentato la capacità delle autorità di vigilanza di monitorare i rischi nel sistema finanziario, mentre la compensazione centrale ha migliorato la stabilità delle operazioni in derivati. Ma le istituzioni finanziarie stanno pagando di più a causa di queste nuove regole, in particolare per quanto riguarda i margini necessari per le operazioni in derivati non compensate.

Una delle conseguenze negative della riforma è stata la diminuzione della liquidità in alcuni settori del mercato dei derivati OTC, poiché le istituzioni finanziarie hanno dovuto sostenere spese più elevate per aderire alle nuove regole. Nonostante queste sfide, la riforma ha raggiunto il suo obiettivo di ridurre i rischi sistemici, rendendo più trasparenti e stabili i mercati finanziari statunitensi.

Il Dodd-Frank Act ha ricevuto molte critiche nonostante i suoi risultati positivi. Alcuni operatori di mercato hanno affermato che la riforma ha imposto una quantità eccessiva di regole; sostengono che le nuove regole hanno limitato la capacità delle banche di funzionare in modo efficace e competitivo. Inoltre, alcuni critici hanno notato che la legge è stata resa difficile da applicare a causa della sua complessità, con molte norme che hanno richiesto anni per essere pienamente applicate.

Alcune delle disposizioni del Dodd-Frank sono state modificate o ridotte nel tempo, soprattutto durante l'amministrazione Trump<sup>18</sup>. Nonostante ciò, il cuore della riforma è rimasto lo stesso: la forte regolamentazione dei mercati dei derivati OTC.

Il Dodd-Frank Act ha cambiato la regolamentazione dei derivati OTC negli Stati Uniti, imponendo standard più rigidi per la gestione del rischio di controparte e aumentando la trasparenza delle operazioni. La riforma ha raggiunto il suo obiettivo principale, anche se la sua implementazione ha sollevato critiche relative ai costi e alla riduzione della liquidità. potenziare la stabilità e la vulnerabilità del sistema finanziario degli Stati Uniti a future crisi. I prossimi paragrafi esamineranno il ruolo della **Securities and Exchange Commission (SEC)** e come la **Volcker Rule** ha influenzato i mercati dei derivati.

### **2.3.2 Security and Exchange Commission (SEC)**

L'agenzia governativa statunitense responsabile della vigilanza e della regolamentazione dei mercati finanziari negli Stati Uniti è la Securities and Exchange Commission (SEC), che protegge gli investitori, mantiene i mercati equi e ordinati e promuove la formazione del capitale. Come parte delle riforme del New Deal per restaurare la fiducia nel sistema finanziario americano, la Securities and Exchange Commission (SEC) è stata fondata nel 1934. Il suo compito principale è garantire che i mercati dei titoli siano trasparenti e che le aziende forniscano agli investitori informazioni accurate e tempestive.

Le funzioni principali della SEC includono:

1. **Regolamentazione e supervisione dei mercati finanziari:** La SEC stabilisce regole e regolamenti per garantire che le aziende quotate in borsa, gli intermediari finanziari e i partecipanti ai mercati finanziari operino in conformità alle leggi federali sui titoli.
2. **Vigilanza e applicazione delle leggi:** L'agenzia è incaricata di vigilare sui mercati dei titoli, incluse le borse valori, i broker-dealer, i consulenti finanziari e le società di investimento. La SEC ha il potere di avviare azioni legali contro individui e aziende che violano le leggi sui titoli.
3. **Protezione degli investitori:** Uno degli obiettivi chiave della SEC è proteggere gli investitori, specialmente quelli meno esperti, dalle frodi finanziarie e dagli abusi

---

<sup>18</sup> Le principali modifiche sono state apportate dall'Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (2018)



di mercato. A tal fine, la SEC richiede alle aziende di fornire informazioni complete e trasparenti sulle loro attività e sui rischi associati ai loro investimenti.

4. Facilitare la formazione del capitale: La SEC cerca di mantenere un equilibrio tra la regolamentazione dei mercati finanziari e la promozione di condizioni che favoriscano l'accesso al capitale per le aziende, garantendo che le informazioni sui titoli siano accessibili in modo equo e trasparente.

Con l'introduzione del Dodd-Frank Act nel 2010, la SEC è diventata una parte importante della regolamentazione dei derivati su titoli. Il Titolo VII del Dodd-Frank ha assegnato alla SEC il compito di regolamentare una varietà di derivati, inclusi gli swap basati sulla sicurezza (derivati legati a titoli finanziari). In particolare, la Securities and Exchange Commission (SEC) è responsabile del monitoraggio e della regolamentazione delle operazioni relative a derivati che includono singoli titoli o indici di titoli.

Obblighi imposti dal Dodd-Frank alla SEC:

- **Registrazione:** Il Dodd-Frank ha richiesto che i security-based swap dealers e i major swap participants che operano con derivati su titoli si registrino presso la SEC.
- **Compensazione centrale:** Come parte degli sforzi per ridurre il rischio sistemico, la SEC ha l'obbligo di stabilire regole che impongono la compensazione centrale per i derivati su titoli.
- **Trasparenza:** La SEC ha il potere di richiedere che le operazioni su derivati vengano segnalate a repository centrali (swap data repositories), per garantire una maggiore trasparenza e facilitare la sorveglianza da parte delle autorità di regolamentazione.
- **Negoziazione su piattaforme regolamentate:** La SEC supervisiona l'utilizzo delle piattaforme di negoziazione regolamentate (swap execution facilities) per assicurare che le operazioni in derivati su titoli vengano effettuate in un contesto trasparente e competitivo.

La SEC ha utilizzato il suo potere di imporre la legge attraverso azioni legali e sanzioni per controllare le transazioni in derivati su titoli. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC), che è responsabile della regolamentazione dei derivati su merci e di altri tipi di derivati non legati ai titoli, collabora con l'agenzia. Per evitare che i

partecipanti al mercato possano sfruttare le lacune nelle leggi, la SEC e la CFTC devono lavorare insieme.

La trasparenza e il rischio di controparte sono aumentati grazie al coinvolgimento della SEC nella regolamentazione dei derivati. Tuttavia, la complessità della normativa ha comportato alcune difficoltà, in particolare per quanto riguarda l'attuazione delle nuove regole da parte degli operatori di mercato. La SEC ha dovuto trovare un equilibrio tra la necessità di regolamentare e garantire stabilità e il desiderio di preservare la liquidità e l'innovazione del mercato.

L'aumento dei costi di conformità per le istituzioni finanziarie è stato un aspetto critico. Per soddisfare i nuovi obblighi di registrazione e reporting, gli operatori di mercato devono acquistare risorse umane e infrastrutture tecnologiche. Ciò ha portato ad un aumento dei costi operativi, in particolare per le istituzioni finanziarie di medie e piccole dimensioni che hanno dovuto affrontare una crescente complessità normativa.

I mercati dei derivati su titoli negli Stati Uniti sono regolati principalmente dalla Securities and Exchange Commission (SEC). Con l'approvazione del Dodd-Frank Act, la SEC è diventata più impegnata nella regolamentazione dei derivati e ha imposto nuove regole per aumentare la trasparenza e ridurre il rischio sistemico. La SEC continua a svolgere un ruolo vitale nella protezione degli investitori e nella promozione di mercati finanziari trasparenti e stabili, nonostante le difficoltà associate alla complessità normativa e ai costi di conformità.

### **2.3.3 Effetti della Volcker Rule sui Derivati**

Una delle parti più significative del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act è la Volcker Rule, che è stata istituita con l'obiettivo di ridurre il trading proprietario da parte delle banche e ridurre i rischi sistemici che possono derivare dall'attività speculativa. Questa regola è stata introdotta nel 2010 e prende il nome dall'ex presidente della Federal Reserve Paul Volcker, che ha sostenuto la necessità di distinguere l'attività bancaria tradizionale dal trading speculativo, in particolare nei mercati dei derivati.

La regola di Volcker è stata sviluppata per:

1. **Limitare il trading proprietario:** La regola vieta alle banche e alle istituzioni finanziarie di utilizzare i propri fondi per effettuare operazioni speculative, ovvero per acquistare e vendere strumenti finanziari, tra cui i derivati, per ottenere un

profitto a breve termine. Questo divieto è stato introdotto per evitare che le banche assumano rischi eccessivi che possano destabilizzare l'intero sistema finanziario.

2. **Limitare le partecipazioni in hedge fund e private equity:** Oltre a limitare il trading proprietario, la Volcker Rule vieta alle banche di possedere partecipazioni significative in hedge fund o fondi di private equity, riducendo così il rischio di coinvolgimento delle banche in attività altamente speculative.
3. **Proteggere i depositi garantiti:** Uno degli obiettivi chiave della Volcker Rule è proteggere i **depositi assicurati** dei clienti da rischi legati alle attività speculative delle banche. Separando il trading proprietario dall'attività bancaria tradizionale, la regola mira a garantire che i fondi depositati dai clienti non vengano utilizzati per sostenere operazioni speculative ad alto rischio.

Il mercato dei derivati è stato fortemente influenzato dalla Volcker Rule. In particolare, ha limitato la capacità delle grandi banche di utilizzare derivati come strumenti di speculazione imponendo regole rigide su come le banche possono negoziare derivati per il proprio conto. Prima dell'introduzione della Volcker Rule, molte banche facevano operazioni di trading proprietario con i derivati, cercando di trarre profitto dalle fluttuazioni dei prezzi di mercato.

Le banche possono ancora utilizzare i derivati secondo la Volcker Rule, ma solo per la gestione del portafoglio e la copertura del rischio. In altre parole, le banche possono negoziare derivati per proteggersi dai rischi associati alle loro attività commerciali; tuttavia, non possono scommettere su movimenti di mercato per guadagnare speculativamente.

- **Riduzione del trading speculativo:** Le banche che precedentemente avevano unità dedicate al trading proprietario di derivati hanno dovuto chiudere o ridurre drasticamente queste operazioni. Di conseguenza, molte istituzioni finanziarie hanno ridimensionato le loro attività nei mercati dei derivati, concentrandosi maggiormente sulle attività di copertura e di servizio ai clienti.
- **Riorganizzazione delle operazioni bancarie:** Le banche hanno dovuto riorganizzare le loro strutture operative per conformarsi alla Volcker Rule. Alcune hanno creato nuove entità legali separate per gestire le attività speculative o hanno dismesso completamente alcune divisioni di trading.

- **Effetto sulla liquidità dei mercati:** Una delle critiche principali alla Volcker Rule è che la sua applicazione ha ridotto la **liquidità** nei mercati dei derivati. Con la riduzione del trading proprietario da parte delle banche, alcuni operatori di mercato hanno notato una diminuzione della disponibilità di contratti derivati, soprattutto nei momenti di stress di mercato.

Nonostante la sua rigidità iniziale, la Volcker Rule prevede alcune eccezioni per le attività considerate essenziali per la gestione dei rischi e il buon funzionamento dei mercati finanziari. Ad esempio, le banche possono negoziare derivati sia per finalità di market making che per conto dei clienti, a condizione che l'obiettivo delle operazioni sia soddisfare le esigenze dei clienti piuttosto che ottenere profitti speculativi.

La Volcker Rule è stata modificata più volte nel tempo, in particolare durante l'amministrazione Trump. Nel 2019, la Federal Reserve e altre agenzie regolatorie hanno approvato modifiche che semplificavano alcune delle restrizioni della Volcker Rule. Ciò ha dato alle banche maggior flessibilità nella gestione del rischio nelle loro operazioni di market making e trading. Ma le regole essenziali che limitano il trading proprietario sono ancora in vigore.

Nonostante la sua importanza nel quadro normativo del Dodd-Frank Act, la Volcker Rule è stata oggetto di critiche e controversie fin dalla sua introduzione. Alcuni degli aspetti più discussi includono:

- **Eccessiva complessità:** Molti operatori di mercato hanno lamentato la **complessità normativa** della Volcker Rule, sostenendo che le banche hanno dovuto dedicare risorse significative per interpretare e applicare le regole, aumentando i costi di conformità.
- **Riduzione della liquidità:** Come menzionato in precedenza, alcuni critici sostengono che la Volcker Rule ha ridotto la liquidità nei mercati dei derivati, poiché le banche, in quanto principali operatori di mercato, hanno ridotto le loro attività di trading proprietario.
- **Limitazione dell'innovazione nel settore finanziario:** Alcuni esperti sostengono che la regola limiti l'innovazione e la capacità delle banche di adattarsi

rapidamente ai cambiamenti del mercato, riducendo la loro competitività a livello globale.

La regolamentazione dei derivati negli Stati Uniti è stata fortemente influenzata dalla Volcker Rule, che ha limitato l'attività speculativa delle banche e ha ridotto i rischi sistemici associati al trading proprietario. Sebbene la regola abbia migliorato la stabilità dei mercati finanziari, ha anche sollevato problemi di liquidità e costi di conformità. La Volcker Rule, che è stata modificata una volta, continua a essere un componente essenziale del sistema normativo statunitense per i derivati, aiutando le banche a adottare comportamenti più prudenti nella gestione del rischio.

### **Capitolo 3: International Swap and Derivatives Association**

#### **3.1 Struttura Organizzativa**

L'associazione di settore globale che rappresenta i partecipanti ai mercati dei derivati e degli swap è l'**International Swaps and Derivatives Association (ISDA)**. Fondata nel 1985, l'ISDA ha contribuito alla crescita e alla regolamentazione del mercato dei derivati finanziari sviluppando standard e pratiche. L'ISDA, originariamente chiamata International Swap Dealers Association, è nata per gestire i rischi di controparte associati ai derivati e armonizzare le operazioni sui derivati, in particolare gli swap sui tassi d'interesse.

Nel corso della crescita del mercato dei derivati, l'ISDA ha ampliato la sua attività di regolamentazione e standardizzazione per includere una varietà di tipi di derivati e fornire supporto giuridico per l'uso di questi strumenti in una varietà di contesti finanziari. La creazione del **ISDA Master Agreement**, un contratto standardizzato utilizzato per regolare le transazioni in derivati in tutto il mondo, è stata una delle sue grandi conquiste. Questo accordo ha reso più facile negoziare a livello internazionale e ha ridotto i rischi legali e operativi per le controparti finanziarie.

L'ISDA è oggi riconosciuta come un punto di riferimento globale per la definizione delle norme sui derivati e ha svolto un ruolo importante nella gestione dei rischi legati ai derivati, lavorando a stretto contatto con le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato.

La missione dell'ISDA è assistere e supportare i partecipanti ai mercati dei derivati a livello globale, come dimostra la sua struttura organizzativa.

La struttura organizzativa dell'ISDA è come segue:

## 1. **Board of Directors** (Consiglio di Amministrazione)

Il Board of Directors è composto da rappresentanti senior delle principali istituzioni finanziarie a livello globale. Questi membri includono banche, istituzioni di investimento, hedge fund, e altre controparti rilevanti nei mercati dei derivati. Il Consiglio ha la responsabilità di definire la strategia e le priorità dell'ISDA, supervisionando le sue attività e assicurando che l'organizzazione rispetti la sua missione di promuovere mercati dei derivati efficienti, sicuri e trasparenti.

- **Numero di membri:** Il consiglio è composto da circa 20-25 membri, che sono eletti dai membri dell'associazione.
- **Funzioni principali:** Il Board definisce le linee guida strategiche, approva i budget e supervisiona il lavoro delle varie divisioni dell'ISDA.

Il **Senior Management** è costituito dai principali dirigenti dell'ISDA, tra cui il Chief Executive Officer (CEO), il General Counsel, e i capi delle diverse aree operative e di gestione. Il Senior Management è responsabile dell'implementazione della strategia e delle politiche decise dal Consiglio di Amministrazione, oltre che della gestione quotidiana delle operazioni.

- **CEO:** Il CEO dell'ISDA è la figura chiave nella gestione dell'organizzazione e nella rappresentazione dell'ISDA nelle sedi pubbliche, con autorità su tutte le operazioni dell'associazione.
- **General Counsel:** Il General Counsel supervisiona tutte le questioni legali e normative, compresa l'implementazione e la gestione dei contratti standardizzati ISDA, come l'ISDA Master Agreement.

L'ISDA si basa su una rete di comitati specializzati che si concentrano su diversi aspetti dei derivati e della regolamentazione. Questi comitati includono rappresentanti di istituzioni finanziarie, società di consulenza, e studi legali.

- **Derivatives Committee:** Uno dei comitati più importanti, responsabile di monitorare gli sviluppi nei mercati dei derivati e fornire raccomandazioni al Board.
- **Legal & Documentation Committee:** Questo comitato sviluppa e aggiorna la documentazione legale standard dell'ISDA, compreso l'ISDA Master Agreement.

- **Risk Management Committee:** Si occupa della gestione e dell'analisi del rischio nei mercati dei derivati, fornendo linee guida su come affrontare i rischi operativi e finanziari.
- **Collateral Committee:** Sviluppa politiche e best practice sull'uso delle garanzie nelle operazioni con i derivati.

L'ISDA è un'organizzazione non profit con oltre 900 membri tra banche, gestori patrimoniali, istituti di investimento, fondi pensione, hedge fund, imprese non finanziarie, studi legali e altre entità. I membri aiutano a creare pratiche di mercato, contratti standard e riforme regolamentari.

Categorie di membri: Le istituzioni finanziarie che operano nei mercati dei derivati e anche aziende non finanziarie che utilizzano derivati per la gestione del rischio sono tra i membri dell'ISDA.

- Benefici per i membri: Partecipazione ai comitati, accesso esclusivo ai documenti legali e ai materiali ISDA e supporto nella gestione delle questioni legali e normative sui derivati.

I gruppi di lavoro sono costituiti per affrontare specifiche questioni relative alla gestione del rischio, alla regolamentazione e ai derivati. Questi gruppi sono composti da professionisti di vari campi che lavorano su questioni come:

- L'adozione di nuovi regolamenti.
- Ottimizzazione delle garanzie e gestione del rischio di controparte
- Variazioni nei mercati di derivati digitali e su blockchain

Ogni anno, l'ISDA tiene un incontro generale annuale (AGM), dove i membri discutono delle principali sfide e opportunità sui mercati dei derivati. Nel corso dell'AGM, il consiglio presenta i risultati dell'anno precedente e discute delle prospettive future dell'organizzazione.

La struttura organizzativa dell'ISDA è studiata per supportare al meglio i suoi membri e facilitare la gestione dei rischi nei mercati dei derivati globali. L'ISDA continua a lavorare a stretto contatto con regolatori e partecipanti al mercato per promuovere la standardizzazione, la trasparenza e la stabilità nei mercati dei derivati, con un forte Consiglio di Amministrazione, una rete di comitati specializzati e una presenza globale.

### **3.2 Obiettivi associativi**

Fin dalla sua fondazione nel 1985, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha contribuito allo sviluppo dei mercati dei derivati promuovendo stabilità, trasparenza e riduzione del rischio. Gli obiettivi dell'ISDA sono ampi e mirano a fornire ai partecipanti al mercato dei derivati un quadro normativo e operativo solido che faciliti la negoziazione sicura ed efficiente di questi strumenti complessi.

La **promozione di standard contrattuali globali** è uno degli obiettivi principali dell'ISDA. In particolare, l'associazione ha creato il Master Agreement, un accordo standard globale che regola le transazioni sui derivati. L'obiettivo della standardizzazione è ridurre le ambiguità legali e operative attraverso la creazione di un quadro giuridico condiviso che fornisca maggiore sicurezza legale e uniformità. Questa uniformità ha ridotto notevolmente i costi legali e operativi delle istituzioni finanziarie.

Quando una delle parti coinvolte non è in grado di adempiere ai propri obblighi contrattuali, l'ISDA lavora costantemente per ridurre il rischio di controparte. Per ridurre tali rischi, l'associazione ha creato regole e accordi di compensazione che promuovono la compensazione centrale tramite Central Counterparties (CCP). Il mercato dei derivati ha visto un aumento delle pratiche di gestione del rischio a causa di questo sforzo.

Un altro principio fondamentale per l'ISDA è la trasparenza. L'organizzazione ha intrapreso azioni per aumentare la trasparenza dei mercati regolamentati e non regolamentati, ridurre l'opacità e aumentare la fiducia dei partecipanti al mercato. Dopo la crisi finanziaria del 2008, questo punto è diventato ancora più importante perché è stato scoperto che la mancanza di trasparenza nei mercati dei derivati era una delle principali cause della crisi.

Inoltre, l'ISDA funge da intermediario tra le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato, consentendo loro di parlare tra loro per creare un quadro normativo che soddisfi le esigenze di tutti. L'associazione ha lavorato insieme a regolatori globali come la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) degli Stati Uniti e l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) in Europa per garantire la stabilità e l'efficienza dei mercati.

Migliorare l'efficacia operativa nei mercati dei derivati attraverso la digitalizzazione e la standardizzazione dei processi è un altro obiettivo dell'ISDA. Il **Common Domain**



**Model (CDM)**<sup>19</sup>, un modello che cerca di ridurre i costi operativi e facilitare la condivisione dei dati, ne è un esempio.

L'attività dell'ISDA include anche la formazione e l'educazione. Per aiutare i partecipanti al mercato, le istituzioni finanziarie e i regolatori a comprendere meglio i derivati, le migliori pratiche operative e le normative emergenti, l'associazione organizza seminari, conferenze e corsi di formazione.

Come dimostrato durante la crisi del 2008, l'ISDA ha anche contribuito alla gestione delle crisi finanziarie collaborando con le autorità regolamentari per sviluppare soluzioni che riducessero i rischi sistemici associati all'uso eccessivo di derivati in mercati non regolamentati.

Nel corso degli ultimi anni, l'ISDA ha ampliato i suoi obiettivi con l'obiettivo di sostenere l'integrazione dei principi **ESG** (Environmental, Social, and Governance) nei processi finanziari. Sta cercando di creare standard che aiutino le istituzioni finanziarie a gestire i rischi legati alla sostenibilità, come i derivati associati a indicatori ambientali e climatici. In sintesi, gli obiettivi dell'ISDA mostrano quanto sia importante aiutare i mercati globali dei derivati, garantendo che funzionino in modo sicuro, efficace e trasparente. L'associazione continua a svolgere un ruolo fondamentale nell'assicurare la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari globali, dalla standardizzazione dei contratti alla promozione della trasparenza e alla riduzione del rischio di controparte.

### **3.2.1 Standardizzazione contrattuale**

Uno dei principali obiettivi dell'**International Swaps and Derivatives Association (ISDA)** è la **standardizzazione contrattuale** nei mercati dei derivati. Fin dalla sua fondazione nel 1985, l'ISDA ha lavorato per creare **contratti standardizzati** che facilitino le transazioni sui derivati, riducano i rischi legali e operativi, e promuovano l'efficienza dei mercati finanziari globali. La standardizzazione è considerata una delle conquiste più significative dell'ISDA, in quanto permette alle controparti di operare con regole e condizioni uniformi, indipendentemente dalla giurisdizione o dalla controparte. Il **ISDA Master Agreement** è il documento più importante sviluppato dall'ISDA e viene utilizzato come contratto di base per tutte le transazioni sui derivati. Questo accordo

---

<sup>19</sup> La struttura del CDM viene spiegata direttamente nel report ISDA <https://www.isda.org/a/z8AEE/ISDA-CDM-Factsheet.pdf>

standardizzato è stato introdotto per fornire una struttura giuridica chiara e coerente per regolare le transazioni su derivati tra controparti a livello globale.

Il Master Agreement è composto da due parti principali:

1. **Termini standardizzati:** Le clausole predefinite presenti nel Master Agreement, che coprono vari aspetti legali delle transazioni, come la risoluzione anticipata, la compensazione e la protezione dalle insolvenze.
2. **Schedule:** Un allegato al contratto standard che consente alle controparti di personalizzare determinate condizioni in base alle loro esigenze specifiche, mantenendo al contempo il nucleo di clausole standardizzato.

L'ISDA Master Agreement ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari poiché ha fornito un quadro contrattuale uniforme che riduce le ambiguità legali e facilita l'esecuzione delle transazioni. Le parti possono negoziare le condizioni specifiche all'interno del **Schedule**, ma le regole fondamentali rimangono uniformi, garantendo che le operazioni possano essere condotte in modo sicuro e prevedibile.

La standardizzazione contrattuale promossa dall'ISDA ha portato numerosi benefici per i partecipanti al mercato dei derivati, tra cui:

1. **Riduzione del rischio legale:** L'adozione di contratti uniformi in tutto il mondo riduce il rischio di controversie legali tra le controparti, poiché i termini contrattuali sono ben definiti e riconosciuti a livello internazionale. La chiarezza del linguaggio giuridico presente nel Master Agreement riduce la possibilità di interpretazioni ambigue.
2. **Efficienza operativa:** La standardizzazione dei contratti facilita la gestione delle transazioni da parte delle istituzioni finanziarie, riducendo i tempi e i costi associati alla negoziazione individuale dei termini contrattuali per ciascuna transazione. Questo è particolarmente utile per le grandi istituzioni che gestiscono volumi elevati di derivati.
3. **Flessibilità:** Sebbene il Master Agreement fornisca una struttura rigida, lo **Schedule** offre la flessibilità necessaria per adattare alcune clausole alle specifiche esigenze delle parti. In questo modo, le controparti possono personalizzare aspetti quali le modalità di pagamento o i requisiti di margine, mantenendo però la coerenza delle condizioni di base.

4. **Gestione del rischio di controparte:** Il Master Agreement contiene clausole per la gestione del rischio di controparte, tra cui la possibilità di compensare i crediti e i debiti in caso di fallimento di una delle parti. Questo consente una maggiore protezione e riduzione del rischio sistemico.
5. **Supporto in tempi di crisi:** Durante la crisi finanziaria del 2008, l'ISDA Master Agreement ha dimostrato la sua utilità nella gestione delle insolvenze e dei fallimenti sistemici. La presenza di clausole predefinite ha aiutato le controparti a risolvere le transazioni in modo efficiente e a limitare l'impatto della crisi sui mercati finanziari globali.

Oltre al Master Agreement, l'ISDA ha sviluppato una serie di altri documenti standardizzati e **protocolli** che coprono specifiche tipologie di derivati, regolamenti o nuove normative. Questi includono:

- **Credit Support Annex (CSA):** Documento che definisce le condizioni per la gestione delle garanzie (collaterali) nelle transazioni con derivati.<sup>20</sup>
- **ISDA Definitions:** Serie di definizioni tecniche per vari strumenti derivati, come gli **interest rate swaps** o i **credit default swaps**, che assicurano che le parti utilizzino termini uniformi nelle loro transazioni.
- **Protocolli ISDA:** In risposta a nuovi regolamenti o cambiamenti di mercato, l'ISDA pubblica periodicamente protocolli che permettono alle controparti di aggiornare i loro contratti esistenti con facilità. Ad esempio, il **Dodd-Frank Protocol** ha permesso alle istituzioni di conformarsi ai nuovi obblighi regolamentari introdotti dal **Dodd-Frank Act** negli Stati Uniti.

ISDA ha continuato a migliorare la standardizzazione dei contratti sviluppando ISDA Create, una piattaforma digitale che consente alle istituzioni finanziarie di negoziare e finalizzare i contratti ISDA in modo elettronico. Questo strumento aiuta le operazioni a funzionare meglio, riduce i costi amministrativi e facilita la conformità ai nuovi standard normativi.

Uno dei principali obiettivi dell'ISDA è la standardizzazione contrattuale, che ha avuto un impatto significativo sulla crescita e sul funzionamento sicuro dei mercati dei derivati.

---

<sup>20</sup>Credit Support Annex- <https://www.isda.org/ondemand/isda-master-agreement-and-credit-support-annex-negotiation-strategies/>

Insieme a nuovi protocolli e iniziative come il Common Domain Model e ISDA Create, l'ISDA Master Agreement ha ridotto i rischi operativi e legali per le controparti rendendo le operazioni nei mercati dei derivati più efficienti, trasparenti e sicure. La continua evoluzione di questi strumenti dimostra l'impegno dell'ISDA a rendere il mercato dei derivati globale più robusto e regolamentato.

### **3.2.2 Facilitazione del commercio globale**

Oltre alla standardizzazione dei contratti, l'obiettivo dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è quello di **facilitare il commercio globale nei mercati dei derivati** e creare un ambiente favorevole agli scambi tra diverse giurisdizioni. Per proteggere le transazioni transfrontaliere e sostenere la crescita dei mercati finanziari globali, questo obiettivo è fondamentale.

Riduzione delle difficoltà che le istituzioni finanziarie incontrano durante le operazioni transfrontaliere è uno degli obiettivi primari dell'ISDA. Le leggi e i regolamenti locali possono spesso differire molto da una nazione all'altra, il che rende difficile lavorare per le aziende internazionali. L'ISDA lavora con le autorità di regolamentazione in tutto il mondo per creare un quadro coordinato che consente alle imprese di conformarsi a leggi più uniformi, riducendo così la complessità amministrativa.

L'ISDA ha creato piattaforme di negoziazione globali per rendere le transazioni sui derivati più facili, veloci e trasparenti. Queste piattaforme migliorano la liquidità e l'accesso ai mercati per le istituzioni finanziarie di tutto il mondo, consentendo il commercio di derivati tra partecipanti di diverse giurisdizioni. Un processo di standardizzazione ha accompagnato il miglioramento delle piattaforme di trading globali, consentendo alle aziende di funzionare senza dover adattare continuamente i propri contratti alle leggi locali.

Per migliorare il commercio globale, l'ISDA ha creato procedure operative condivise che consentono alle parti di fare transazioni in modo rapido e sicuro. Queste procedure, come le regole per la gestione del rischio, la compensazione e la liquidazione, aiutano le aziende finanziarie ad affrontare le complessità del commercio internazionale. L'ISDA garantisce che le transazioni siano eseguite con la stessa chiarezza e sicurezza in tutto il mondo stabilendo standard comuni.

L'ISDA è anche interessato a facilitare l'accesso ai mercati emergenti, che offrono sempre più opportunità di utilizzo dei derivati. L'organizzazione assiste le istituzioni che operano in queste giurisdizioni con assistenza tecnica e giuridica, contribuendo allo sviluppo di infrastrutture regolamentari che consentono una crescita sostenibile. Per facilitare un accesso più facile e sicuro agli investitori internazionali, ISDA si impegna a ridurre le restrizioni normative in questi mercati.

La gestione delle controversie legali che possono sorgere in un contesto internazionale è un elemento essenziale per facilitare il commercio globale. Per risolvere le controversie relative alle transazioni in derivati tra diversi paesi, l'ISDA promuove l'uso di strumenti giuridici uniformi. Permettendo alle controparti di operare con maggiore sicurezza, l'ISDA riduce il rischio di contenziosi costosi e complicati.

L'ISDA elimina ostacoli normativi, rafforza l'infrastruttura del mercato e facilita l'accesso ai mercati emergenti, svolgendo un ruolo importante nella promozione del commercio internazionale. Queste iniziative migliorano la produttività e la competitività dei mercati globali, rendendo le transazioni internazionali sui derivati più sicure e stabili.

### **3.2.3 Armonizzazione normativa**

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) lavora per promuovere l'armonizzazione normativa globale. Il mercato dei derivati è composto da istituzioni finanziarie che operano in diverse giurisdizioni, il che può creare frammentazione e inefficienza. Per garantire un ambiente sicuro e stabile per le transazioni transfrontaliere sui derivati, l'ISDA lavora per ridurre queste disparità e promuovere la coerenza normativa.

La gestione del rischio, la compensazione e la regolamentazione del mercato dei derivati sono alcuni dei principali temi dell'armonizzazione normativa. Uno degli obiettivi principali è garantire che le normative di diverse giurisdizioni siano coerenti tra loro, riducendo al minimo le discrepanze che potrebbero ostacolare il commercio internazionale o creare rischi operativi.

Per raggiungere questo obiettivo, l'ISDA lavora a stretto contatto con regolatori nazionali e internazionali per sviluppare standard comuni e promuovere il dialogo tra le diverse autorità di vigilanza. Il lavoro svolto dall'ISDA per armonizzare le regole di compensazione e margine per i derivati non compensati in tutto il mondo ha ridotto il rischio di controparte e facilitato l'accesso ai mercati internazionali.

Con l'emergere dei derivati ESG (Environmental, Social, Governance), strumenti finanziari progettati per allinearsi agli obiettivi di sostenibilità e responsabilità sociale, l'armonizzazione normativa ha assunto una nuova dimensione negli ultimi anni. Investitori e aziende utilizzano i derivati ESG per gestire il rischio associato a fattori sociali, ambientali e di governance, come pratiche di governance aziendale, diritti umani e cambiamento climatico.

Gli derivati ESG includono swap climatici e obbligazioni verdi. Mentre le obbligazioni verdi finanziano progetti ecologicamente sostenibili, gli swap climatici consentono alle controparti di scambiarsi i rischi finanziari legati alle catastrofi climatiche. La transizione verso un'economia a basso impatto ambientale sta facendo uso di questi strumenti.

L'ISDA ha lavorato con i regolatori e altri organismi di standardizzazione per sviluppare linee guida normative specifiche per questi prodotti al fine di garantire che i derivati ESG fossero gestiti in modo coerente e trasparente. Questi standard si concentrano su:

- **Gli standard di conformità ESG:** regole per classificare i derivati come ESG, prestando particolare attenzione ai fattori di sostenibilità e ambientale.
- **Rapporti sui rischi ESG** e metodi di misurazione: norme che richiedono alle istituzioni finanziarie di rendere trasparente la gestione e la valutazione dei rischi legati agli strumenti derivati ESG.
- **Entrare in contatto con i mercati finanziari convenzionali:** regole che garantiscono che i derivati ESG siano trattati con lo stesso livello di sicurezza e regolamentazione dei derivati tradizionali, facilitandone l'integrazione nei portafogli finanziari esistenti.

L'impegno dell'ISDA nella regolamentazione dei crediti di carbonio, che rientrano nei derivati ESG, è un esempio concreto dell'armonizzazione normativa. Con i crediti di carbonio, le aziende possono acquistare permessi per emettere quantità specifiche di anidride carbonica, contribuendo così alla riduzione delle emissioni in tutto il mondo. L'ISDA ha lavorato con i regolatori per creare linee guida che miglioreranno la trasparenza e l'efficienza del mercato e uniformeranno il funzionamento dei mercati globali dei crediti di carbonio.

Indipendentemente dalla giurisdizione in cui operano, questa armonizzazione normativa consente alle aziende e alle istituzioni finanziarie di utilizzare in modo uniforme i derivati ESG per gestire i rischi legati alla sostenibilità.

L'armonizzazione normativa è essenziale per il funzionamento dei mercati globali dei derivati e l'ISDA ha giocato un ruolo cruciale nel facilitare questo processo. Con l'evoluzione dei mercati e l'emergere dei derivati ESG, l'ISDA continua a lavorare per garantire che le regole siano coerenti, trasparenti e applicabili a livello globale, contribuendo così alla stabilità e alla crescita sostenibile dei mercati finanziari internazionali.

### **3.2.4 Promozione di pratiche di gestione del rischio**

Un altro degli obiettivi chiave dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è la promozione di pratiche di gestione del rischio nel mercato dei derivati. Data la complessità e la natura intrinsecamente rischiosa di questi strumenti finanziari, è fondamentale che le istituzioni finanziarie e gli operatori di mercato adottino processi robusti per identificare, misurare e mitigare i rischi associati alle loro operazioni. L'ISDA ha sviluppato una serie di strumenti e linee guida per aiutare i partecipanti al mercato a migliorare la loro gestione del rischio.

#### **Importanza della Gestione del Rischio nei Derivati**

I derivati, sia quelli regolamentati che OTC (over-the-counter), espongono le controparti a diversi tipi di rischio, tra cui:

- **Rischio di controparte:** Il rischio che una delle due parti coinvolte nella transazione non sia in grado di adempiere ai propri obblighi contrattuali.
- **Rischio di mercato:** Rischio legato alle fluttuazioni dei prezzi del sottostante del derivato.
- **Rischio operativo:** Derivante da errori, frodi o interruzioni dei sistemi interni alle istituzioni finanziarie.
- **Rischio sistemico:** Il potenziale di destabilizzazione di interi mercati finanziari in caso di default di una grande istituzione finanziaria.

L'ISDA ha messo a punto diversi approcci standardizzati per la gestione di questi rischi, migliorando la sicurezza e la stabilità del mercato globale dei derivati.

#### **Strumenti e linee guida sviluppati dall'ISDA**

1. **ISDA Master Agreement e Credit Support Annex (CSA):** Oltre a stabilire contratti standardizzati, l'ISDA ha introdotto clausole specifiche nei suoi accordi, come il Credit Support Annex (CSA), che regolano il collaterale utilizzato nelle transazioni di derivati. Questo strumento obbliga le controparti a fornire garanzie

- che coprano il rischio di default. Il CSA stabilisce modalità e tempi per il trasferimento del collaterale, proteggendo così le parti in caso di insolvenza.
2. Collateral Management: L'ISDA ha anche sviluppato prassi dettagliate per la gestione del collaterale, uno degli strumenti più importanti nella gestione del rischio di controparte. Le linee guida promosse dall'ISDA stabiliscono le modalità di trasferimento e gestione delle garanzie, favorendo la trasparenza e riducendo i rischi legati all'esposizione tra controparti.
  3. Netting e compensazione: L'ISDA ha lavorato per promuovere l'uso di accordi di netting e compensazione tra controparti per limitare l'esposizione al rischio. Questi accordi permettono alle controparti di compensare le obbligazioni reciproche, riducendo l'importo complessivo del rischio di credito tra le parti. In particolare, l'ISDA Netting Opinion è un meccanismo che permette alle istituzioni di calcolare il rischio residuo in modo più preciso, migliorando l'efficienza nella gestione del rischio.
  4. ISDA SIMM (Standard Initial Margin Model): Uno degli sviluppi più recenti dell'ISDA nella gestione del rischio è il SIMM (Standard Initial Margin Model), un modello di margine standardizzato introdotto per calcolare i margini iniziali nei derivati non compensati centralmente. Il SIMM è stato adottato su larga scala poiché consente alle istituzioni di calcolare il margine in modo più uniforme e prevedibile, riducendo le discrepanze tra diverse giurisdizioni e migliorando la gestione del rischio a livello globale.
  5. Protocolli ISDA per la gestione del rischio post-crisi: In seguito alla crisi finanziaria del 2008, l'ISDA ha introdotto una serie di protocolli volti a migliorare la gestione del rischio nelle transazioni OTC, compreso il Dodd-Frank Protocol e altri strumenti volti a garantire che le transazioni siano conformi alle nuove normative internazionali in materia di gestione del rischio.

#### Esempio di azione dell'ISDA nella gestione del rischio

Un esempio concreto del lavoro dell'ISDA per promuovere la gestione del rischio riguarda lo sviluppo di linee guida per la gestione del rischio di controparte nei Credit Default Swaps (CDS). Durante la crisi del 2008, i CDS sono stati identificati come strumenti ad alto rischio, in parte a causa della mancanza di trasparenza e delle pratiche di gestione del rischio inefficaci. L'ISDA ha lavorato per creare protocolli e linee guida



che richiedessero l'adozione di pratiche di compensazione centrale per i CDS, riducendo così il rischio di controparte e prevenendo il rischio sistemico.

Importanza della formazione e del dialogo

Oltre agli strumenti contrattuali e operativi, l'ISDA promuove anche la formazione e il dialogo tra i partecipanti al mercato e i regolatori. Attraverso seminari, conferenze e pubblicazioni, l'ISDA fornisce formazione continua sulle migliori pratiche di gestione del rischio, aiutando le istituzioni finanziarie ad aggiornare le loro politiche di gestione in un panorama finanziario in continua evoluzione.

Conclusione

La promozione di pratiche di gestione del rischio è un elemento fondamentale del lavoro dell'ISDA per garantire la stabilità del mercato dei derivati a livello globale. Attraverso strumenti come il Credit Support Annex, il SIMM e protocolli specifici per la gestione del rischio, l'ISDA continua a migliorare la sicurezza e la prevedibilità dei mercati dei derivati, riducendo i rischi operativi e sistemici che potrebbero minare la stabilità finanziaria.

### **3.2.5 Advocacy e interazione con i regolatori**

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) aiuta i regolatori globali influenzando la regolamentazione dei derivati e garantendo che le regole soddisfino le esigenze del mercato. L'ISDA si impegna a migliorare la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari attraverso il dialogo continuo con le autorità di vigilanza e promuovendo l'innovazione e la competitività in tutto il mondo.

L'advocacy ISDA si concentra su:

- **Promuovere le regole senza ostacolare l'innovazione:** L'ISDA sostiene una regolamentazione che protegge i mercati senza limitare le imprese. Ciò consente alle istituzioni finanziarie di continuare a funzionare in modo efficiente e creativo.
- **Incoraggiare l'adozione di standard internazionali:** L'ISDA aiuta a ridurre le disparità legislative che ostacolano il commercio transfrontaliero promuovendo standard globali.
- **Incorporare le autorità nel processo di presa di decisioni:** Nelle consultazioni con i regolatori, l'ISDA rappresenta i suoi membri per influenzare la creazione di regole che soddisfino le esigenze operative del mercato.

Il ruolo dell'ISDA nel processo di riforma del LIBOR è stato uno degli esempi più significativi del suo coinvolgimento nell'advocacy. Il LIBOR, che è stato storicamente uno dei tassi di riferimento più importanti per il mercato dei derivati e di molti contratti finanziari, è stato coinvolto in uno scandalo che ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari in tutto il mondo.

Lo scandalo del LIBOR del 2012 ha rivelato che numerose grandi banche internazionali avevano manipolato il tasso di riferimento per trarre vantaggio economico. Il LIBOR è stato calcolato utilizzando le segnalazioni dei tassi di interesse che le banche hanno dichiarato di essere disposte a offrire o richiedere per prestiti interbancari su base giornaliera. Tuttavia, è stato scoperto che alcuni trader bancari avevano deliberatamente manipolato queste segnalazioni per aumentare i loro profitti o ridurre le loro perdite, mettendo a rischio la stabilità del sistema finanziario.

Poiché il LIBOR era utilizzato come tasso di riferimento per migliaia di miliardi di dollari di prestiti, derivati e altri contratti finanziari, lo scandalo ha suscitato una grande indignazione. Le conseguenze della manipolazione hanno messo in dubbio l'affidabilità dei tassi di riferimento e hanno spinto i regolatori a riformare il sistema.

In seguito allo scandalo, l'ISDA ha giocato un ruolo importante nel facilitare la transizione verso tassi di riferimento alternativi e più affidabili. Il Secured Overnight Financing Rate (SOFR), che è stato introdotto negli Stati Uniti per sostituire il LIBOR come tasso di riferimento principale, è stato uno dei principali sforzi dell'ISDA. Questo nuovo tasso non può essere manipolato perché si basa sulle transazioni che si verificano nei mercati dei finanziamenti garantiti.

Inoltre, l'ISDA ha creato protocolli e strumenti per aiutare le istituzioni finanziarie a trasformare i contratti esistenti legati al LIBOR. Ad esempio, in caso di cessazione del LIBOR, il Protocollo ISDA IBOR Fallbacks consente alle parti di aggiornare automaticamente i contratti derivati esistenti per includere nuovi tassi di riferimento alternativi.

L'ISDA ha giocato un ruolo importante nel coordinare globalmente la transizione dal LIBOR, che è stata una delle riforme più significative del mercato finanziario degli ultimi decenni. La sostituzione del LIBOR avrebbe potuto causare confusione e conflitti legali tra le parti se non fosse stata guidata dall'ISDA. L'approccio proattivo dell'ISDA ha migliorato la fiducia nei mercati finanziari e ha assicurato una transizione ordinata.

Oltre alla questione del LIBOR, l'ISDA lavora regolarmente con le autorità di regolamentazione su una varietà di questioni normative. L'ISDA fornisce ai regolatori le informazioni necessarie per prendere decisioni informate sui mercati dei derivati attraverso studi, consultazioni pubbliche e tavole rotonde. Assicurando che le nuove regole siano pratiche, sostenibili e in linea con le esigenze degli operatori di mercato, il suo lavoro contribuisce alla creazione del quadro normativo internazionale.

Per garantire che i mercati dei derivati funzionino in modo sicuro ed efficace, l'ISDA opera attraverso l'advocacy e l'interazione con i regolatori. La capacità dell'ISDA di coordinare complesse riforme normative a livello globale è dimostrata dal suo coinvolgimento nella gestione della crisi del LIBOR e nella transizione a nuovi tassi di riferimento. Queste attività dell'ISDA garantiscono la stabilità e la trasparenza dei mercati finanziari e proteggono l'integrità delle transazioni sui derivati.

### **3.3 ISDA Master Agreement**

L'**ISDA Master Agreement** è il documento chiave sviluppato dall'**International Swaps and Derivatives Association (ISDA)** per regolamentare le transazioni sui derivati in tutto il mondo. Creato per fornire una struttura contrattuale standardizzata, il Master Agreement ha contribuito significativamente alla riduzione del rischio legale e operativo nei mercati finanziari globali. È uno strumento essenziale per le istituzioni finanziarie che negoziano derivati OTC (over-the-counter), poiché stabilisce le condizioni generali che regolano le transazioni, garantendo una maggiore uniformità e sicurezza.

Il Master Agreement si compone di due parti principali:

1. **Termini Generali (Standard Terms):** Questi sono i termini contrattuali generali che disciplinano tutte le transazioni tra le parti. I termini includono:
  - **Obblighi di pagamento:** Stabilisce quando e come le parti devono eseguire i pagamenti.
  - **Eventi di default e risoluzione anticipata:** Definisce le situazioni che possono portare alla chiusura anticipata del contratto, come l'insolvenza di una delle parti.
  - **Compensazione e liquidazione:** Regola il meccanismo di compensazione in caso di risoluzione anticipata.
  - **Governo della legge:** Definisce la giurisdizione legale applicabile e le leggi che regolano il contratto.

2. **Schedule:** Questa parte è personalizzabile dalle controparti e consente loro di adattare i termini del Master Agreement in base alle proprie esigenze specifiche. Ad esempio, possono essere definite particolari condizioni relative ai margini di garanzia, alle modalità di pagamento o alle soglie di rischio.

### **Clausole Chiave**

1. **Netting:** Il Master Agreement consente il **netting** (compensazione) delle transazioni, che riduce il rischio di controparte aggregando tutte le operazioni tra le parti in un unico saldo netto. In caso di insolvenza o di eventi di default, le obbligazioni delle parti vengono calcolate su base netta, riducendo i potenziali rischi finanziari.
2. **Cross Default:** Questa clausola consente di dichiarare il default di una parte qualora quest'ultima non adempia agli obblighi derivanti da altri contratti finanziari. È uno strumento utile per gestire i rischi derivanti dall'esposizione a più operazioni tra le stesse controparti.
3. **Compensazione delle perdite:** In caso di risoluzione anticipata del contratto, la clausola di compensazione delle perdite stabilisce come le parti devono compensare eventuali perdite o guadagni non realizzati derivanti dalle transazioni risolte.
4. **Credit Support Annex (CSA):** Questo allegato regola l'utilizzo delle garanzie (collaterali) nelle transazioni di derivati, definendo i tipi di asset accettabili come garanzia e le modalità di gestione del collaterale.

Il Master Agreement ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari, contribuendo alla stabilizzazione e alla riduzione dei rischi di controparte nelle transazioni in derivati OTC. La standardizzazione contrattuale ha migliorato l'efficienza operativa, ridotto i costi legali e reso più trasparente la gestione del rischio. Inoltre, la sua flessibilità consente alle parti di adattarlo alle loro esigenze specifiche, pur mantenendo una solida base contrattuale.

Negli anni, l'ISDA ha aggiornato periodicamente il Master Agreement per riflettere i cambiamenti nei mercati finanziari e nelle normative. Un aggiornamento significativo è stato l'**ISDA 2002 Master Agreement**, che ha introdotto alcune modifiche rispetto alla versione precedente del 1992, come l'ampliamento delle clausole di risoluzione anticipata e miglioramenti nelle disposizioni relative alla compensazione.

## **Conclusion**

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha cambiato la regolamentazione dei mercati dei derivati rendendo gli strumenti che erano stati utilizzati in modo irresponsabile e portando a un rischio sistemico prima della crisi del 2008. L'ISDA ha svolto un ruolo importante nella creazione di un sistema regolamentare globale per i derivati OTC implementando standard come l'ISDA Master Agreement, le clausole di compensazione centrale e strumenti per la gestione del rischio di controparte. Ciò ha migliorato la stabilità finanziaria globale e rafforzato la fiducia tra le parti.

Tuttavia, il mondo finanziario continua a cambiare e a presentare nuovi problemi nonostante i progressi. Gli strumenti simili ai CDO, come i Collateralized Loan Obligations (CLO), sono tra i problemi più importanti. I CLO sono titoli garantiti da pacchetti di prestiti aziendali, che spesso vengono concessi a società che hanno un basso rating creditizio. I CLO possono causare instabilità finanziaria, soprattutto durante un rallentamento economico globale. Questo perché sono attualmente considerati meno rischiosi rispetto ai CDO basati sui mutui subprime. Le istituzioni finanziarie esposte a questi strumenti potrebbero subire perdite rapide nel caso in cui molte delle imprese che hanno emesso questi prestiti diventino insolventi.

La necessità di una vigilanza continua da parte di istituzioni come l'ISDA è sottolineata dal rischio sistemico derivante dai CLO. La capacità di ISDA di adattare i propri protocolli alle nuove esigenze del mercato sarà fondamentale per garantire che questi strumenti siano regolamentati in modo appropriato e che vengano adottati meccanismi di mitigazione del rischio, come requisiti di capitale più elevati per le istituzioni finanziarie esposte ai CLO. L'esperienza della crisi del 2008 ha dimostrato che la mancanza di trasparenza e l'eccessiva leva finanziaria possono avere conseguenze devastanti, e le dinamiche nel mercato dei prestiti a tasso variabile devono essere prese in considerazione. L'ISDA continuerà a giocare un ruolo importante nell'adattare la regolamentazione alle nuove realtà del mercato come i contratti intelligenti e la blockchain, che potrebbero rivoluzionare il modo in cui vengono gestiti i derivati. Se accompagnata da regolamenti adeguati, l'innovazione può migliorare la produttività e la sicurezza del mercato, ma se lasciata senza controllo, potrebbe creare nuovi rischi sistemici.

Infine, l'ISDA dovrebbe continuare a promuovere la collaborazione internazionale al fine di sviluppare un quadro regolamentare che possa affrontare le sfide globali e ridurre il

rischio di crisi finanziarie future. Sebbene la standardizzazione contrattuale, la compensazione centrale e la trasparenza continueranno a essere fondamentali, l'ISDA dovrà continuare a innovare per affrontare i rischi emergenti come gli ETF su obbligazioni ad alto rendimento e i CLO.

Sebbene ISDA abbia dimostrato di avere un ruolo importante nel mantenere un sistema finanziario più sicuro, il suo lavoro non è ancora finito. Il mantenimento della stabilità e della trasparenza nei mercati globali dei derivati richiederà un impegno costante per affrontare le sfide future, in particolare quelle relative a strumenti finanziari complessi come i CLO.

## Bibliografia

### Libri

- **Onado, M. (2004).** *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*
- **Hull, J.C. (2022).** *Opzioni, futures e altri derivati*
- **James, S. (1999).** *The Law of Derivatives*
- **Nadotti, Porzio, Previati (2022).** *Economia degli intermediari finanziari*

### Documenti Online

- **ISDA (2019).** *ISDA By-Laws-April-11-2019.pdf.* Disponibile su: <https://www.isda.org>
- **ISDA (2023).** *ISDA 2023 Equity Swap Master Confirmation Agreement.* Disponibile su: <https://www.isda.org>
- **Banca d'Italia.** *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati: Testimonianza del Vice Direttore Generale Luigi Federico Signorini.* Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it>

### Atti e Testimonianze

- **Geithner, T.F. (2009).** *Hearing Before the Congressional Oversight Panel, One Hundred Eleventh Congress, First Session, April 21, 2009.* Disponibile su: <https://fraser.stlouisfed.org>
- **Bernanke, B.S. (2009).** *The Supervisory Capital Assessment Program, May 11, 2009.* Federal Reserve Board.

### Regolamenti e Direttive

- Regolamento (UE) 2019/2099.
- Regolamento (UE) 2019/834.
- Direttiva 2004/39/CE.
- Direttiva 2014/65/UE.
- Regolamento (UE) 2023/1114.

### Articoli e Testi Giuridici

- **Ghielmi, C. (Anno).** Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR. *Nome Rivista.*

### Altri Documenti

- **U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).** *2002 ISDA Master Agreement*. Disponibile su: <https://www.sec.gov>
- **Ocampo, J.A. & Stiglitz, J.E.** (Anno). *From the G-20 to a Global Economic Coordination Council*.