

Indice

Introduzione	p.3
---------------------	-----

1 L'evoluzione del mercato dei derivati. Brevi cenni storici e attuale dimensione del mercato.

• 1.1 La comparsa delle prime forme rudimentali di derivati.	p.5
• 1.2 Lo sviluppo del commercio internazionale e i contratti futures.	7
• 1.3 Il mercato dei derivati dai primi del '900 e l'evoluzione dopo gli accordi di Bretton Woods.	9
• 1.4 Dai primi anni '70 fino ai derivati "esotici".	11
• 1.5 Le dimensioni attuali del mercato e la situazione italiana.	13
• 1.6. I derivati come fenomeno globale.	16

2 La speculazione sui prodotti derivati avvenuta negli ultimi anni.

• 2.1. I derivati tra hedging e speculazione: due facce della stessa medaglia.	21
• 2.2. La "bolla" sugli strumenti derivati: entità e portata del fenomeno.	25
• 2.3. I derivati sui tassi d'interesse.	30
• 2.4. La crescita smodata dei derivati sul credito.	33
• 2.5. I derivati sulle commodities ed il loro ruolo nella recente impennata dei prezzi.	39
• 2.6. Riflessioni finali.	46

3. La speculazione sui prodotti derivati perpetrata dalle Pubbliche amministrazioni.

• 3.1. L'evoluzione della disciplina.	p.48
---------------------------------------	------

- 3.2. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali. 50

- 3.3 L'esperienza estera. 55

4. Evoluzione della regolamentazione del mercato.

- 4.1 I problemi della regolamentazione emersi nei tempi recenti. p.57

- 4.2. La regolamentazione dei derivati creditizi ed il problema del rating. 60

- Conclusione 64

BIBLIOGRAFIA p.68

Introduzione

Negli ultimi anni il mercato dei derivati ha subito una crescita esponenziale, arrivando a toccare cifre enormi. Nonostante la battuta d'arresto segnata verso fine 2008 all'aggravarsi della crisi finanziaria, il mercato ha ricominciato a crescere a ritmo serrato, sicché il valore nozionale dei contratti è arrivato alla stratosferica cifra di 203 mila miliardi di dollari, aumentando di ben 1500 miliardi nel solo 2009.

Gli operatori, sfruttando la congiuntura economica internazionale, hanno capito le potenzialità di guadagno offerte da queste tipologie contrattuali, caratterizzate, da sempre, da una forte leva finanziaria, ed hanno iniziato ad investire su tutti i fronti. Indipendentemente dal segmento, la crescita ha interessato tutte le aree, in particolar modo quella creditizia e quella attinente le commodities. Particolarmente interessante a riguardo è come il valore dei contratti spesso abbia superato, e non di poco, il valore reale delle attività sottostanti, simbolo di un mutato atteggiamento di porsi sul mercato, volto più alla speculazione che all' hedging.

Prima di addentrarsi nell'analisi dell'evoluzione del mercato, è utile ricordare come i derivati non siano uno strumento nuovo, ma che possono essere definiti come "semi sotto la neve", ovvero tipologie d'investimento presenti, nelle loro forme più primitive, da sempre sul mercato che man mano si sono evolute, adattandosi alle nuove istanze socio-economiche.

Di recente, con il palesarsi della crisi finanziaria e, successivamente, di tutte le conseguenze per l'economia reale che ancora fanno sentire i loro effetti sulla popolazione, molti hanno puntato il dito contro gli strumenti derivati, proponendoli come la causa di tutti i mali.

In realtà il problema maggiore non risiede nello strumento in sé, ma nell'uso sconsiderato che ne è stato fatto. I derivati sono stati un utile mezzo per la copertura dei rischi, hanno contribuito allo sviluppo dei mercati, e nondimeno, al benessere delle società, che hanno potuto beneficiare degli effetti positivi connessi

con una sapiente strategia di hedging. Ma se il “mercato di carta”, come spesso è stato definito, si discosta troppo dal valore della controparte reale, è chiaro che non si tratta più di copertura ma di speculazione, e naturalmente se un’attività non è supportata da un riferimento “reale” ma rappresenta niente di più che una scommessa, non bisogna meravigliarsi quando tutto il complesso crolla sotto la scure delle fluttuazioni cicliche di mercato.

Nella seguente trattazione si cercherà di ripercorrere innanzitutto la storia dei derivati, dagli albori fino ai tempi odierni, per poi passare all’analisi degli andamenti di mercato, soprattutto nei settori più rilevanti, cercando di capire se ed in che modo i derivati hanno contribuito alla recente crisi finanziaria.

Inoltre si accennerà brevemente al rapporto fra enti locali e derivati, tema che riguarda da vicino i contribuenti, emblema dell’uso scriteriato che si è fatto di tali contratti.

Infine l’attenzione verterà sulle possibili evoluzioni in materia di regolamentazione, tema quanto mai attuale se si parla di speculazione sui derivati, in quanto l’intervento del legislatore dovrebbe ricondurre sulla “retta via” tutti quegli operatori che, ignorando i richiami e gli ammonimenti, utilizzano in maniera errata un utile mezzo quale è quello del derivato.

1. L'evoluzione del mercato dei derivati. Brevi cenni storici e attuale dimensione del mercato.

•1.1 La comparsa delle prime forme rudimentali di derivati.

La storia dei derivati ha radici molto profonde nel tempo. Trattandosi essenzialmente di particolari tipi di contratto, alcune caratteristiche dei derivati attuali sono rintracciabili perfino in epoche remote.

Correva l'anno 1700 a.c. quando Giacobbe¹ concluse con Labano quella che, a ben vedere, può essere definita la prima "opzione" dei tempi antichi. Infatti, i due si accordarono in maniera tale che a Giacobbe sarebbe spettata la facoltà, e non l'obbligo, di sposare Rachele, la figlia di Labano,² se avesse prestato sette anni di lavoro per quest'ultimo. In realtà poi Labano non tenne fede al patto, tant'è che si può parlare non solo della prima rudimentale forma di opzione, ma simultaneamente del primo caso di default su derivato.

Se questo primo esempio può sembrare una forzatura, di sicuro non si può dire altrettanto pensando all'esperienza di Talete di Mileto. Stando alle parole di Aristotele³, nel 580 a.c. il filosofo acquistò delle "opzioni" sull'utilizzo dei frantoi della zona, in un momento di scarsità della domanda, per poi accaparrarsi una fortuna quando la richiesta per macinare le olive aumentò in seguito ad un'ottima raccolta.

¹ Si tratta di Giacobbe padre dell'ebraismo, nonché eroe eponimo del popolo di Israele.

² GENESI, cap. 29,19: "E Giacobbe amava Rachele, e disse a Labano: "Io ti servirò sette anni, per Rachele tua figliuola minore".

³ Aristotele - POLITICA, : "... siccome, povero com'era, gli rinfacciavano l'inutilità della filosofia, avendo previsto in base a calcoli astronomici un'abbondante raccolta di olive, ancora in pieno inverno, pur disponendo di poco denaro, si accaparrò tutti i frantoi di Mileto e di Chio, per una cifra irrisoria, dal momento che non ve n'era alcuna richiesta; quando giunse il tempo della raccolta, cercando in tanti urgentemente tutti i frantoi disponibili, egli li affittò al prezzo che volle imporre, raccogliendo così molte ricchezze e dimostrando che per i filosofi è molto facile arricchirsi, ma tuttavia non si preoccupano di questo".

Persino fra i Fenici ed i Romani era solito utilizzare un sistema simile alle opzioni per assicurare il carico delle navi.

Quindi a ben donde si può dire che le prime forme rudimentali di derivati esistevano prima di Cristo.

Ritornando ad epoche a noi più vicine, nel Medio Evo e nel Rinascimento erano usate forme relativamente semplici di tali contratti, soprattutto nelle città dove il commercio era più florido, tra l'altro anche in alcuni comuni italiani, che erano allora alla guida dell'economia europea.⁴

Il primo vero e proprio mercato per lo scambio di strumenti derivati può essere considerato il Royal Exchange in Londra che permetteva l'accesso alle negoziazioni ai contratti forward, mentre per i contratti futures la prima sede identificabile con certezza fu il mercato del riso ad Osaka.

La "Mania dei tulipani olandesi", come fu ribattezzata la prima bolla speculativa della storia, intreccia le sue dinamiche con quella dei contratti futures. In Olanda, nella prima metà del XVII secolo, la domanda di tulipani era cresciuta talmente tanto che il prezzo di un singolo bulbo poteva toccare prezzi stratosferici. Divenuto ben presto un bene di lusso, ed uno status symbol, il prezzo massimo mai registrato per un singolo bulbo fu 6000 fiorini (il bulbo in questione si chiamava *Semper Augustus*, ndr.) a fronte di un reddito medio annuo pro capite di 150 fiorini. Questa situazione naturalmente faceva gola agli speculatori dell'epoca, ma anche alle persone normali dell'alta borghesia, che arrivarono a vendere o acquistare immobili per speculare sui tulipani, regolarmente scambiati nelle borse valori di molte città olandesi dell'epoca. Alcuni commercianti iniziarono, spinti dalla sete di guadagno, a vendere bulbi che avevano appena piantato o che avevano intenzione di piantare, concludendo sostanzialmente dei futures sui tulipani. Quando nel febbraio del 1637 i commercianti di tulipani non riuscirono a gonfiare ulteriormente le valutazioni, iniziarono a vendere provocando un crollo dei prezzi, sicché alcuni detenevano contratti per comprare tulipani a costi dieci volte maggiori di quelli di mercato (ormai crollato), mentre altri possedevano bulbi che valevano un decimo di quanto li avevano pagati.

⁴Cfr. Vincenzo Comito - Cosa sono i Derivati, sito internet www.finansol.it.

Come se non bastasse i giudici olandesi, sentenziarono che i debiti contratti tramite futures fossero equiparabili a quelli sorti per gioco d'azzardo, e quindi non esigibili con la forza.

Il tutto si concluse con centinaia di olandesi, inclusi uomini di affari e dignitari, finanziariamente rovinati.⁵

Il diffondersi di tali complesse tecniche diede lo spunto a Jose Penso de la Vega, un ebreo portoghese emigrato ad Amsterdam per sfuggire alle atrocità delle persecuzioni razziali, per comporre un libello dal titolo emblematico – *Confusion de confusiones* – in cui dissertava con malcelato disprezzo sull'astrusità di siffatti meccanismi.

Nel 1773, in seguito ad alcuni scandali borsistici, si arrivò persino a vietare la contrattazione in Inghilterra di future ed options nella borsa londinese, divieto che intercorse fino al 1860.⁶

•1.2 Lo sviluppo del commercio internazionale e i contratti futures.

Il forte sviluppo del commercio internazionale registrato agli inizi del XIX secolo vide le grandi compagnie commerciali affrontare nuovi e più ingenti rischi, legati soprattutto alle oscillazioni dei prezzi delle merci. Non era raro, per quel tempo, che una nave mercantile impiegasse anche mesi per giungere a destinazione, oscillando nel frattempo il prezzo delle commodities in maniera notevole. Per ovviare al problema si pensò di affidare a vascelli molto più veloci,

⁵ Si confronti sul tema : Mike Dash - Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused.
Oppure: Anna Pavord - The Tulip.

⁶ Cfr Barnard's Act, 1733

denominati *clippers*⁷, la consegna di documenti che informassero sui dettagli del carico.

Con questo stratagemma si iniziò a commerciare su una base definita *to arrive*, letteralmente “in arrivo”, ancor prima che i mercantili, con relativo carico, giungessero nei porti destinati allo scambio. L’esperienza fu talmente positiva che nel 1821 fu istituito il primo mercato *to arrive* presso il Liverpool Cotton Exchange. Ad incrementare la diffusione di tali pratiche contribuì senza dubbio il primo cavo transatlantico per le comunicazioni che già dal 1866 permise l’abbattimento dei tempi e dei costi di negoziazione dei contratti. Quando poi, con il subentro delle prime navi a vapore, si regolarizzò anche il flusso mercantile, si incominciò *a parlare di contratti per la futura consegna*, che ben presto presero il nome ben più noto di futures.

Anche negli Stati Uniti si sviluppò contemporaneamente un mercato simile a quello di Liverpool per la contrattazione principalmente dei cereali. Il fulcro degli scambi era la città di Chicago, tant’è che si racconta come, verso la metà dell’Ottocento, fosse impossibile camminare per Chicago senza imbattersi in una fila interminabile di carri appartenenti ad agricoltori, principalmente provenienti dall’Illinois e dall’Iowa. Un’offerta così smisurata creò al contempo un abbassamento dei prezzi, con conseguente congestione del mercato, cui seguì il fallimento di numerose aziende agricole nel paese. Alcuni agricoltori fiutarono così l’opportunità di regolamentare quantità, prezzo, data e luogo di consegna dei cereali sulla base delle formule contrattuali *to arrive*. Fu così che nel 1848 un gruppo di 82 commercianti costituì il Chicago Board of Trade.

Se da un lato l’obbiettivo di stabilizzare il mercato dei cereali era stato sicuramente centrato, il sistema mostrò ben presto le sue lacune, imputabili più che altro alla grossolanità delle caratteristiche precipue dei contratti impiegati a quel tempo. Questi infatti erano fortemente distinti fra loro, risiedendo la specificità non solo nel prezzo, nel luogo e nella data di consegna, ma anche nella qualità della merce. Tale fattore li rendeva quindi difficilmente rinegoziabili, e ancor più

⁷ Un *Clipper* poteva raggiungere facilmente una velocità di 9 nodi (16 km/h), con in qualche caso punte di 20 nodi (37 km/h), quando la velocità massima delle altre navi era di 5 nodi (9 km/h) scarsi.

difficilmente liquidabili. Se si aggiunge a questo una scarsa regolamentazione, nonché una poca trasparenza dei mercati, non deve sorprendere il fatto che molti fossero i casi di default registrati.

•1.3 Il mercato dei derivati dai primi del '900 e l'evoluzione dopo gli accordi di Bretton Woods.

Il passaggio ai contratti standardizzati naturalmente non fu immediato, anche se sentito come indispensabile dagli operatori per i motivi accennati (*vedi supra*)
Altresì fondamentale fu l'evoluzione non solo degli aspetti qualitativi e quantitativi dei contratti stessi, ma anche, e soprattutto, la parallela costruzione di un apparato di norme che garantisse l'efficienza dei mercati, facendo leva su aspetti fondamentali quali la sicurezza e la garanzia dell'effettività dei contratti. Significativo in questo senso è il caso delle opzioni che, inizialmente negoziate dalla nascente Put and Call Brokers and Dealers Association (PCBDA), non ebbero molto successo a causa delle gravi irregolarità ed illiceità riscontrate, arrivando perfino ad essere momentaneamente banditi durante la crisi del '31 e per un breve periodo durante la Seconda Guerra Mondiale, fino a quando non fu inaugurato nel 1973 il CBOE (Chicago Boards Options Exchange) che stabilizzò la situazione⁸.

Gli accordi di Bretton Wood del '44 segnarono un era di cambiamenti in campo finanziario. “La proposta approvata prevedeva che i membri del Fondo Monetario Internazionale proponessero un valore di parità della propria valuta nei confronti dell'oro...per mantenere la parità, i governi iniziarono a effettuare interventi sul mercato delle valute in dollari. Questo avvenne perché mantenere una parità fissa con l'oro implicava mantenerla anche verso il dollaro che divenne

⁸ Cfr. Eleuterio Vallelado – Options Evolutions: The introduction of organized markets in the USA.

de facto la valuta di riserva, ovvero la valuta che veniva accettata per regolare le transazioni internazionali e stabilizzare le valute.”⁹

Nel 1970 il sistema finanziario internazionale vide il progressivo sgretolarsi degli accordi di Bretton Woods, e quando la guerra in Vietnam fece aumentare vertiginosamente la spesa pubblica americana, l'allora presidente statunitense Richard Nixon si vide costretto a mettere fine al c.d. *gold exchange standard*, cioè la convertibilità del dollaro in oro.

Nel dicembre del 1971, con la firma da parte del “Gruppo dei Dieci”¹⁰ dello *Smithsonian Agreement* si chiuse definitivamente un'era, spianando la strada ad un sistema di cambi flessibile.

Naturalmente nei mercati ciò causò numerose turbolenze, e gli stessi agenti del sistema avvertirono la necessità di calmierare la situazione, o quanto meno ridurre i rischi delle fluttuazioni improvvise delle valute. Si pensò allora che la stessa panacea usata per regolarizzare al tempo il commercio delle commodities, in primis i cereali (vedi supra), sarebbe potuta essere utilizzata come possibile soluzione al problema. Fu così che nel 1972 venne costituito a Chicago l'International Monetary Market, il primo mercato a termine adibito alla negoziazione di futures su valute. Nel 1974, in seguito alla crisi petrolifera, abolite le restrizioni sulle riserve auree statunitensi, videro la luce i primi futures sull'oro.

Era ormai chiaro che potevano essere costituiti futures non solo su attività “reali” ma anche su oggetti “cartacei”. Di lì a poco furono introdotti i futures sui tassi d'interesse (1975), denominato *Government National Mortgage Association Futures*; future sui titoli del debito pubblico statunitense (1981), detti *U.S. Treasury bond Futures*; future sugli indici azionari i c.d. *Index Stock Future* ecc...

⁹ Tratto da Carlo Viviani - *Politica economica europea*, ed. Luiss edizioni.

¹⁰ Inizialmente composto nel 1962 da: Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia; nel 1984 si aggiunse la Svizzera, pur rimanendo invariato il nome.

• 1.4 Dai primi anni '70 fino ai derivati “esotici”.

Agli inizi degli anni '70 l'introduzione di sistemi informatici per la contrattazione continua su reti telematiche diede il via alla nascita di veri e propri mercati organizzati o regolamentati da una rete di computer, come il pioneristico NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*).

Successivamente alla fondazione del IMM venne inaugurato nel 1973 il primo mercato regolarizzato delle opzioni (vedi supra). Uno degli obiettivi delle autorità di settore fu quello di evitare gli scandali che in passato avevano vessato tali strumenti derivati, tant'è che numerosi furono i controlli a riguardo operati congiuntamente sia dalla SEC (*Securities and Exchange Commission*) che dalla CFTC (*Commodities Futures Trading Commission*).

L'avvenimento che però marcò indelebilmente questo periodo fu senz'altro una fra le più famose formule utilizzate in finanza, e cioè l' option pricing model di Fischer Black and Myron Scholes¹¹, che rivoluzionò il mondo degli investimenti in una maniera che nessuno si sarebbe immaginato a quel tempo. Si capì infatti che i modelli matematici ben si prestavano alla descrizione di fenomeni legati al mondo finanziario, ed in particolare a quello dei derivati, e così numerosi fisici e matematici si “prestarono” all'economia, dando vita ad una serie di prodotti ben più sofisticati dei classici futures e options fino ad allora esistenti.

Il 1980 segnò il diffondersi nei mercati over the counter dei prodotti swaps, ma soprattutto di una miriade di derivati il cui sottostante poteva essere fondamentalmente qualsiasi cosa. Questo permise alle imprese di diversificare i

¹¹ La formula di Black e Scholes è una formula matematica per il prezzo di non arbitraggio di un'azione call o put di tipo europeo, che può essere derivata a partire dalle ipotesi del modello ovvero: il prezzo del sottostante segue un moto browniano geometrico, in maniera tale che una quantità che segue tale moto possa assumere solo valori maggiori di zero; è consentita la vendita allo scoperto del sottostante, come dello strumento derivato; non sono ammesse opportunità d'arbitraggio non rischioso; il sottostante e lo strumento derivato sono scambiati sul mercato in tempo continuo; vigono le ipotesi di mercato in perfetta concorrenza; è possibile scambiare frazioni arbitrariamente piccole di ogni titolo sul mercato; il tasso di interesse privo di rischio r è costante, e uguale per tutte le scadenze.

rispettivi portafogli in maniera tale da ridurre al minimo i rischi connessi alle attività, ma accanto a queste posizioni di hedging naturalmente facevano fronte, speculators che vedevano di buon occhio gli investimenti in derivati, tenendo presente il forte grado di leva finanziaria tipica di tali strumenti. Infatti basti pensare che già da quando fecero comparsa i primi Treasury bill futures contract, nel 1975, bastavano poco più di qualche migliaio di dollari per controllare un milione di dollari di T-bills.

Naturalmente, con il complicarsi degli strumenti, Wall Street necessitava di competenze sempre maggiori, e alla mercè delle fantasie di matematici e fisici, videro la luce i primi derivati definiti, per la loro atipicità, "esotici", che molto si discostavano dagli strumenti classici quali option, futures, swaps che furono identificati ripescando dal gergo anglosassone il termine *plain vanilla*.¹²

Se qualcuno pensava che i derivati potessero essere la nuova panacea del mercato, consentendo margini di guadagno da capogiro e rischi ridotti, ben presto capì l'errore di valutazione commesso. La speculazione sui derivati infatti diviene, se effettuata senza criterio, guidata solo dalla cupidigia, assimilabile al gioco d'azzardo, ed ecco che in quest'ottica forse va compresa la decisione dei giudici olandesi di fine '600 (vedi supra cap.1.1). Nel 1994 i mercati furono colpiti da una serie di grosse perdite relative a speculazioni non andate a buon fine, nonostante gli avvisi di società ben conosciute nell'ambiente degli analisti come Procter and Gamble e Metallgesellschaft, ignorati purtroppo come novelle Cassandra.

L'episodio più eclatante a riguardo fu il fallimento di una delle più antiche e solide banche londinesi: Barings. Uscita indenne dall'era napoleonica, passando per le due guerre mondiali, la banca nulla fu in grado di opporre alle errate speculazioni finanziarie sui derivati perpetrate dal ventottenne Nick Leeson, capo degli investitori sui derivati della divisione in Singapore della stessa Barings. Nick Leeson iniziò la sua speculazione cercando di porre in essere operazioni di

¹² John C.Hull, -*Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson Educational Italia S.r.l.2006 :” Plain vanilla indica una negoziazione standard. Il termine anglosassone deriva dalla richiesta di gelato più semplice che ci sia, il plain vanilla appunto, cioè tutta vaniglia.

arbitraggio, tenendo presente i differenziali di prezzo fra i futures sul Nikkei 225, quotati ad Osaka ed a Singapore. In realtà operazioni di arbitraggio di questo tipo sono essenzialmente prive di rischi, consistendo essenzialmente nel comprare futures su un mercato e simultaneamente rivenderli in un altro ad un prezzo più alto. Tale operazioni però, essenzialmente di hedging, non permettono grandi guadagni, a fronte di un rischio bassissimo. Ma Nick Leeson non si limitò a coprire la sua posizione, bensì azzardò strategie ben più rischiose speculando sul prezzo dei derivati, ed arrivando ad accumulare grossissime perdite.

Avvantaggiandosi delle lacune presenti nei sistemi di controllo della banca, riuscì a nascondere inizialmente la sua truffa ma, quando l'indice Nikkei crollò a seguito del terremoto Kobe, le perdite arrivarono a livelli stratosferici, si parla di quasi 1.3 miliardi di dollari, e il giovane dipendente non poté fare altro che inviare una confessione all'allora direttore Peter Baring. La Barings fu dichiarata insolvente il 26 Febbraio del 1995¹³.

•1.5 Le dimensioni attuali del mercato e la situazione italiana.

Al di là degli scandali finanziari che hanno vessato la c.d. New Economy, il ruolo dei derivati è accresciuto particolarmente negli ultimi anni, divenendo un elemento precipuo per una efficiente allocazione dei capitali e per la redistribuzione dei rischi in una situazione caratterizzata dall'incertezza. In un sistema finanziario come quello odierno, i derivati contribuiscono a elevare il livello di efficienza, contribuendo a ridurre i costi di transazione, e a formare i prezzi che incorporano prontamente le informazioni circa l'andamento dell'economia¹⁴.

¹³ Cfr. Leeson, Nicholas William; Edward Whitley -Rogue Trader: How I Brought down Barings Bank and Shook the Financial World. Little Boston, 1996

¹⁴ Cfr. Francesco Maria Frasca – Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati- Camera dei Deputati, audizione informale VI Commissione Finanza, 16 dicembre 2004.

In questo sistema così configurato, gli effetti dei derivati non sono limitati alla sola sfera finanziaria. Essi sono in grado di influenzare le scelte di investimento e di finanziamento degli agenti, e quindi, di contro, produrre effetti in capo all'economia reale.

Alla luce di quanto affermato, è necessario analizzare il mercato dei derivati tenendo presente quale siano le sue effettive dimensioni. Basandosi sui dati raccolti annualmente dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, è possibile notare come il valore nozionale¹⁵ degli stessi sia passato dai 370,178 miliardi di dollari del 2004 ai 683,725 del 2008, segnando un incremento quadriennale del 84,7%, nonostante poi il valore a dicembre abbia fatto registrare un deciso passo indietro, quasi il 13% rispetto ai sei mesi precedenti (Vedi Tav. 1 e Figura 1). Disaggregando i valori, si nota come pesino in maniera più consistente degli altri i contratti sui tassi di interesse che costituiscono il 67 % del totale.

Indicatore del rischio potenziale assunto dagli operatori è il valore lordo di mercato, poiché esso concerne la perdita che si verificherebbe in caso di

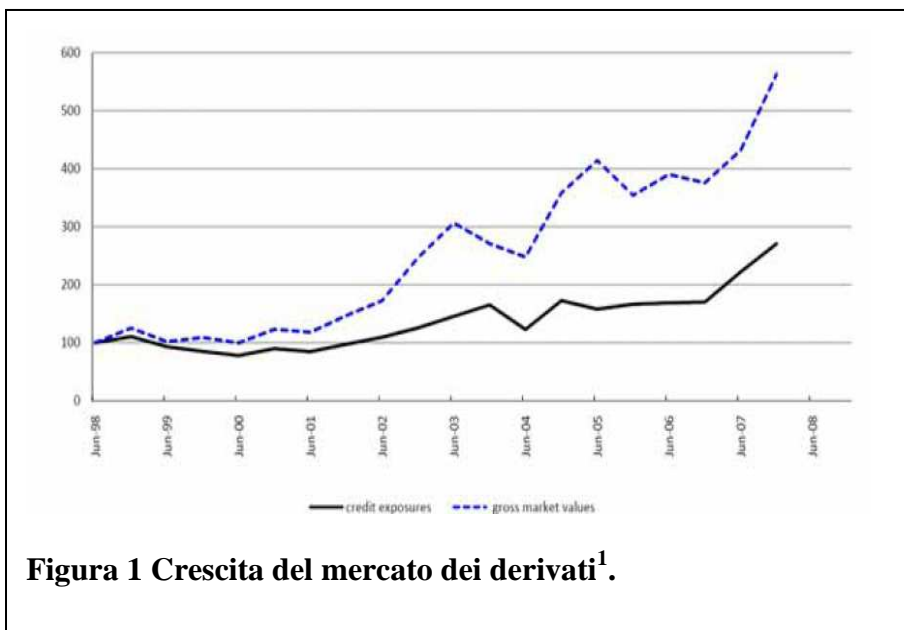


Figura 1 Crescita del mercato dei derivati¹.

inadempimento delle controparti. Stando sempre alle statistiche della BRI (vedi Tav. 2), le stime parlano di

¹⁵ Con l'espressione valore nozionale si intende il valore delle attività cui si riferiscono le operazioni, che senza essere scambiate, servono come base per il calcolo dei flussi di pagamento. Il rischio effettivo assunto dagli operatori è solo una frazione ridotta del valore nozionale.

un GMV (gross market value, ndr) pari a 33.889 miliardi di dollari con una crescita annua pari al 28,7% , e anche in questo caso ad influire pesantemente sono i contratti sui tassi d'interesse (45% sul totale, ndr).

Anche le banche italiane hanno accresciuto negli ultimi anni la loro operatività in derivati, sebbene ad un ritmo inferiore rispetto ai mercati internazionali, tra la fine del 2004 e la fine di marzo 2009 il volume nozionale del complesso dei contratti sottoscritti dalle banche operative in Italia è aumentato del 43 %, passando a 9.200 miliardi di euro. La gran parte dei contratti derivati ha, fra l'altro, come riferimento una variabile dei mercati finanziari, mentre risulta limitata l'operatività in derivati creditizi. Alla fine di marzo 2009 il gross market value dei derivati in mano alle banche italiane, ovvero in quelle operanti nel mercato nazionale, ammontava a 374 miliardi di euro.

La percentuale più elevata, il 30 %, riguardava contratti in cui la controparte era un soggetto non-finanziario (imprese, famiglie, Amministrazioni pubbliche), mentre solo il 3,4 % era riconducibile a non residenti. La componente relativa alle controparti residenti non-finanziarie riguardava per 8,3 miliardi le imprese, per 3 miliardi le P.A., e per 1,3 miliardi le famiglie.¹⁶

Appare doveroso esaminare, infine, il ricorso agli strumenti derivati da parte degli enti locali italiani. A partire dai primi anni 2000, la finanza degli enti locali ha visto cambiare progressivamente scenario. La riforma del Titolo V della Costituzione, e il progressivo decentramento amministrativo, hanno spinto verso un'autonomia progressivamente maggiore anche in campo finanziario, per lo più realizzando operazioni aventi come scopo il sovvenzionamento di infrastrutture ed opere pubbliche. La spesa per interessi passivi a medio-lungo termine, ivi comprese le operazioni di cartolarizzazione e i derivati, risulta infatti in costante aumento, tant'è che nel 2009, stando ai dati di cassa registrati dalla Corte dei Conti, si è passati dai 440 milioni di euro del 2006 ai 515 del 2008, e per i soli derivati da 11,107 milioni di euro nel 2006 a 14,938 del 2008, con uno

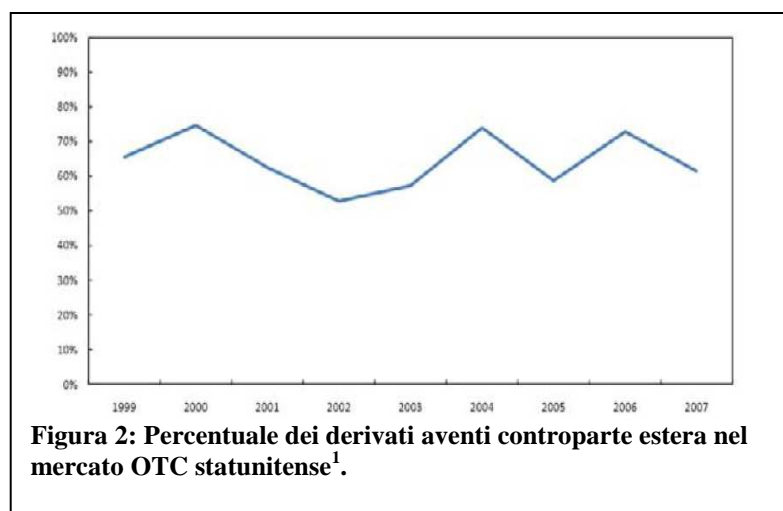
¹⁶ Cfr. "Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni." – Audizione del capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco, 8 luglio 2009.

scostamento percentuale del 35,32%,rispetto alla media annua del biennio 2006/2007¹⁷.

Il fenomeno preoccupa non poco gli esperti,soprattutto se si pensa alle competenze professionali necessarie per operare nel mercato dei derivati, considerando che in alcuni casi tali operazioni sono poste in essere da Enti di piccole dimensioni¹⁸.

- **I derivati come fenomeno globale.**

Nell'affrontare la questione sulla diffusione dei derivati, è interessante verificare se e quanto sia globale tale mercato. Prendendo come riferimento il settore *over the counter* dei derivati statunitense, appare subito evidente che l'attività non è limitata alla sola dimensione nazionale, o a qualche altro paese economicamente sviluppato, ma che, nella prassi, la maggior parte dei contratti prevede come controparti soggetti provenienti da tutto il mondo, configurandosi, di fatto, una diffusione capillare degli strumenti in analisi. La percentuale dei



derivati che prevedono una controparte estera si aggira su medie comprese fra il 70 e l'80% annui, salvo leggere inflessioni nel 2001 e nel 2005, sottolineando che

le transazioni hanno una forte connotazione internazionale (vedi Figura 2)

¹⁷ Cfr. Corte dei Conti, sezioni delle Autonomie – Provincie Italiane, andamenti finanziari 2007,con aggiornamenti su dati di cassa 2008.

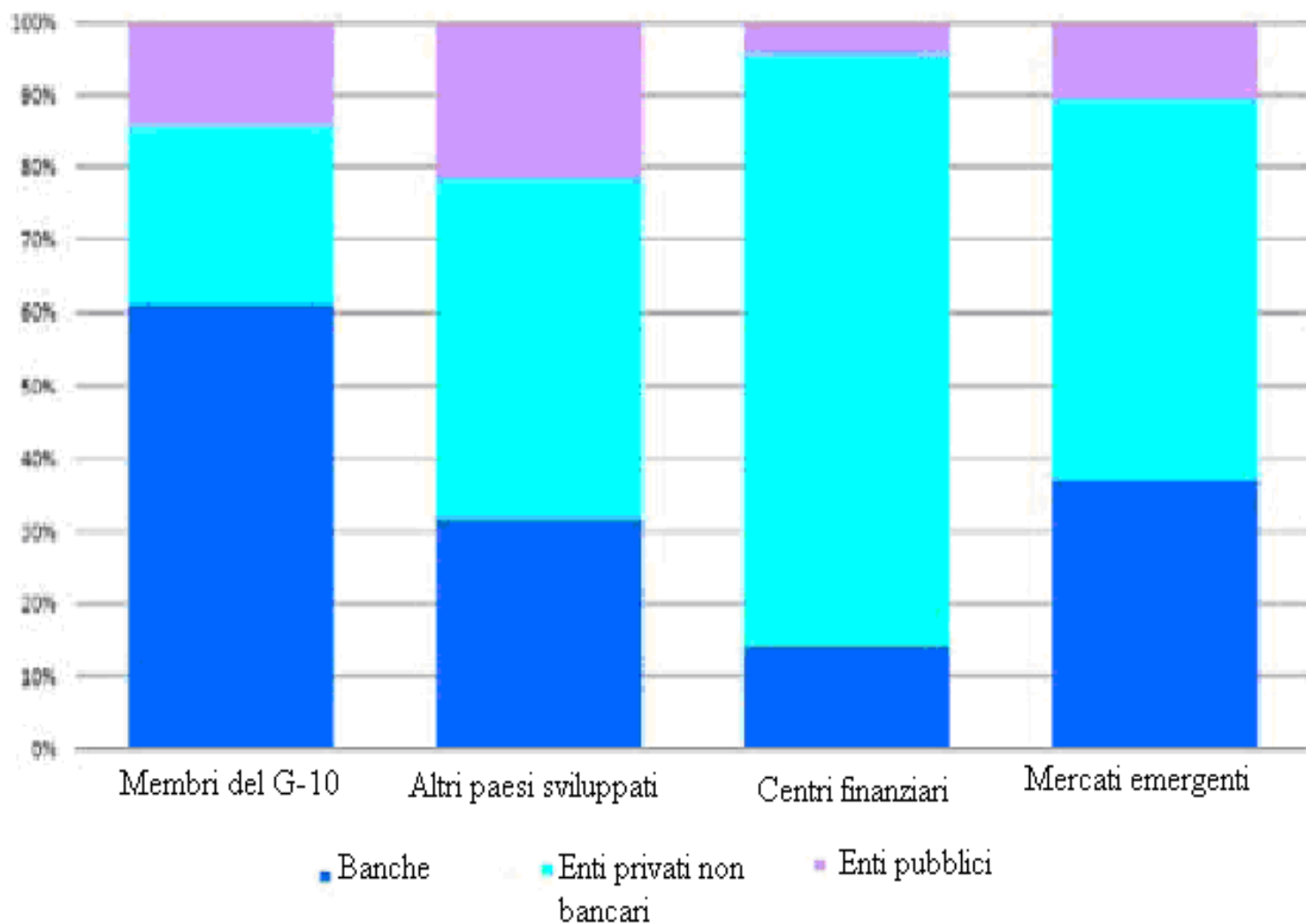
¹⁸ Cfr. Fabrizio Saccomanni - Op.Cit.

Alla fine di Marzo 2008, il 75% dei paesi esteri che stipulava contratti nel mercato OTC statunitense apparteneva ad uno dei paesi del G-10, mentre il blocco dei “paesi emergenti” rappresentava solo l’8% del totale, a fronte di un 7% relativo alle controparti residenti nei c.d. centri finanziari.¹⁹ Nello specifico, poi, si evinceva come le banche fossero i soggetti esteri più prolifici, essendo il 47% del totale, mentre il 39% delle attività era gestita da enti privati non bancari, con la restante porzione delle esposizioni extranazionali ricondotta all’attività di investitori pubblici stranieri. Gli istituti bancari inoltre erano perlopiù appartenenti all’area dei paesi membri del G-10, mentre le società non bancarie private avevano sede principalmente nei centri finanziari (vedi figura 3).²⁰

In definitiva quando si parla di mercato dei derivati è fondamentale prendere coscienza che caratteristica peculiare è la sua globalità, andando va ben oltre i confini nazionali del singolo paese, potendo coinvolgere in teoria qualsiasi soggetto sia interessato alla transazione, indipendentemente dalla sua collocazione geografica. Questo assunto assume una connotazione rilevante quando ci si trova a dover affrontare le conseguenze di una debacle finanziaria, poiché è facilissimo che le ripercussioni economiche si diffondano di paese in paese, proprio per la diffusione di tali strumenti fra i soggetti operanti nei mercati internazionali.

¹⁹ Secondo il Global Financial Centres Index i centri finanziari più importanti al mondo sono, nell’ordine: Londra; New York; Singapore; Hong Kong; Zurigo e Ginevra.

²⁰ Cfr. Cross boarder derivatives exposure: How global are derivatives markets?- Sally Davies_ BRI 2008.



Fonte: BRI.

Figura 3: Esposizione estera suddivisa secondo aree geografiche e tipologia dei sogetti.

Tav. 1 : Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives By risk category and instrument

In billions of US dollars

Risk Category / Instrument	Notional amounts outstanding				
	Dec 2006	Jun 2007	Dec 2007	Jun 2008	Dec 2008
Total contracts	418,131	516,407	595,341	683,726	591,963
Foreign exchange contracts	40,271	48,645	56,238	62,983	49,753
Forwards and forex swaps	19,882	24,530	29,144	31,966	24,562
Currency swaps	10,792	12,312	14,347	16,307	14,725
Options	9,597	11,804	12,748	14,710	10,466
Interest rate contracts	291,581	347,312	393,138	458,304	418,678
Forward rate agreements	18,668	22,809	26,599	39,370	39,262
Interest rate swaps	229,693	272,216	309,588	356,772	328,114
Options	43,221	52,288	56,951	62,162	51,301
Equity-linked contracts	7,488	8,590	8,469	10,177	6,494
Forwards and swaps	1,767	2,470	2,233	2,657	1,632
Options	5,720	6,119	6,236	7,520	4,862
Commodity contracts	7,115	7,567	8,455	13,229	4,427
Gold	640	426	595	649	395
Other commodities	6,475	7,141	7,861	12,580	4,032
Forwards and swaps	2,813	3,447	5,085	7,561	2,471
Options	3,663	3,694	2,776	5,019	1,561
Credit default swaps	28,650	42,581	57,894	57,325	41,868
Single-name instruments	17,879	24,239	32,246	33,334	25,730
Multi-name instruments	10,771	18,341	25,648	23,991	16,138
Unallocated	43,026	61,713	71,146	81,708	70,742

Dati: Bri, Quartely review, giugno 2009

Tav.2 : Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives By risk category and instrument

In billions of US dollars

Risk Category / Instrument	Gross market values				
	Dec 2006	Jun 2007	Dec 2007	Jun 2008	Dec 2008
Total contracts	9,791	11,140	15,813	20,353	33,889
Foreign exchange contracts	1,266	1,345	1,807	2,262	3,917
Forwards and forex swaps	469	492	675	802	1,732
Currency swaps	601	619	817	1,071	1,588
Options	196	235	315	388	597
Interest rate contracts	4,826	6,063	7,177	9,263	18,420
Forward rate agreements	32	43	41	88	153
Interest rate swaps	4,163	5,321	6,183	8,056	16,573
Options	631	700	953	1,120	1,694
Equity-linked contracts	853	1,116	1,142	1,146	1,113
Forwards and swaps	166	240	239	283	338
Options	686	876	903	863	775
Commodity contracts	667	636	1,899	2,209	955
Gold	56	47	70	68	65
Other commodities	611	589	1,829	2,142	890
Forwards and swaps					
Options					
Credit default swaps	470	721	2,002	3,172	5,652
Single-name instruments	278	406	1,143	1,889	3,695
Multi-name instruments	192	315	859	1,283	1,957
Unallocated	1,709	1,259	1,788	2,301	3,831
Memorandum Item:					
Gross Credit Exposure	2,036	2,672	3,256	3,859	5,004

Dati: Bri, Quartely review, giugno 2009.

2. La speculazione sui prodotti derivati avvenuta negli ultimi anni.

- **2.1. I derivati tra hedging e speculazione: due facce della stessa medaglia.**

Gli strumenti derivati, come analizzato già nel capitolo 1, sono presenti, seppur in forme diverse, da centinaia di anni nei mercati, ma ciò che preme sottolineare nella presente trattazione è come, nei tempi attuali, essi siano stati mezzo per manovre speculative, sganciandosi del tutto dal valore reale delle attività sottostanti.

Inizialmente lo strumento derivato era utilizzato come un metodo sicuro per “coprire” la posizione di un soggetto economico da determinati rischi (di oscillazione dei prezzi, di cambio, dei movimenti dei tassi d’interesse ecc...), e sostanzialmente il tutto si giocava su meccanismi di previsione, basati su analisi concrete di mercato. In poche parole avveniva una traslazione del rischio senza che vi fosse un trasferimento effettivo dell’attività sottostante, essendo il più delle volte anche intangibile (esempio classico quello dei tassi d’interesse). Proprio per le sue caratteristiche, si è assistiti ad una diffusione sempre più massiccia, tant’è che il mercato ha assunto sempre di più proporzioni colossali, fino a toccare le dimensioni di svariati trilioni di dollari, divenendo il segmento più cospicuo dell’attività bancaria internazionale. Il perché va ricercato nel fatto che lo strumento in parola ha permesso la costituzione di mercati sempre più efficienti, sia dal punto di vista prettamente commerciale, sia dal lato della formazione dei prezzi. Parere abbracciato anche dal premio Nobel per l’Economia Merton Miller che, oltre a definire i derivati come “semi sotto la neve”, per rimarcare il fatto che se la loro esistenza si era palesata in maniera accentuata solo in tempi recenti, al contrario, la loro presenza aveva radici profonde nel tempo, sottolineò che i

medesimi, al di là delle convinzioni diffuse, hanno reso il mondo “un posto migliore e più sicuro”.²¹

Posizione intermedia assumono invece le banche centrali che, pur ammettendo i rischi del settore, sono consapevoli anche dei benefici connessi, di fatti Padoa Schioppa, ex ministro dell’Economia, quando era ancora al vertice della Consob nel ’97, ebbe a dire a riguardo: “Le autorità monetarie e di vigilanza non intendono demonizzare i derivati... Sono consapevoli... che essi non generano nuovi rischi ma permettono una migliore distribuzione di quelli esistenti “.

In effetti, imputare ai derivati tutti i mali della finanza internazionale apparirebbe alquanto paradossale, e risulterebbe altresì erroneo, per non dire superficiale, infatti: “...credere che il mercato dei derivati provochi catastrofi finanziarie è come pensare che la struttura informatica sia responsabile del commercio di materiale pedofilo o di qualsiasi immondezza che passa nella rete”.²² nonostante pareri opposti siano stati resi da esponenti autorevoli come il *guru di Omaha*, Warren Buffet, che, il 4 marzo 2003, li definì come “ armi di distruzione di massa”.²³ pur specificando come la sua compagnia assicurativa, la Berkshire Hathaway, li usasse tuttora per “ coprirsi da alcuni rischi, e per assumere specifici rischi di mercato e di credito.”

In generale, trarre profitto dall’uso dei derivati non è biasimevole, infatti il più delle volte significa trarre profitto da una previsione azzeccata. Se ben analizziamo la contrattazione dei derivati, siano essi future, swap o altro, è lapalissiano che le parti siano spinte all’accordo da due diverse previsioni sull’andamento dell’attività sottostante, e non di meno da interessi che in parte combaciano, basti pensare ad uno swap sui tassi d’interesse. Per cui attraverso lo strumento dei derivati è possibile aumentare l’efficienza dei mercati, evitando che gli operatori si muovano alla cieca, e premiando quegli agenti, e quei sistemi, che permettono un’analisi più verosimile dei movimenti di mercato.

²¹ Cfr sull’argomento Merton Miller, “Derivatives”, ed. Wiley Investment 1997

²² “ Derivati, speculazione, e verità “, Gerardo Coco su Istituto Bruno Leoni, idee per un mercato libero.

²³ Cfr. Warren Buffet, “ Lettera agli azionisti della Berkshire Hathaway”, 2003

Da tutto questo si può dedurre che la speculazione, di per se, non è un male assoluto, se la si intende come la volontà di rischiare, affidandosi ad una previsione, che, qualora si rivelasse esatta, potrebbe portare ad un profitto ragguardevole. Si prenda come esempio il già citato Talete di Mileto (vedi Cap. 1.1). Questi, affidandosi alle previsioni sull'annata delle olive, decise di "speculare" sull'uso dei frantoi della zona, arricchendosi quando le sue aspettative si rivelarono azzeccate, e nessuno osò mai biasimarlo per questo.

Traslando il discorso ad un livello più teorico, si può affermare che attraverso la speculazione avviene un consumo più efficace dei beni. Supponiamo infatti che due beni omogenei abbiano le medesime caratteristiche ma, *ceteris paribus*, prezzi differenti a seconda del luogo in cui sono scambiati. Un soggetto economicamente razionale comprerebbe tale bene dove è quotato al prezzo minore, e lo rivenderebbe nell'area in cui è valutato ad un prezzo maggiore, realizzando di fatto un profitto. Continuando nel tempo questa sua manovra, tale soggetto spingerebbe i mercati a riallineare le quotazioni dei due beni, consentendo, in un arco temporale più o meno lungo, una riallocazione più efficiente, favorendo la legge del prezzo unico per beni e servizi.²⁴

Alla luce di quanto affermato sorge spontaneo interrogarsi sul perché della connotazione negativa che ormai sembra peculiare alla parola speculazione.

In effetti, la motivazione va ricercata in un mutato atteggiamento di una grande fetta degli operatori, volti a sfruttare le enormi potenzialità di guadagno offerte dai mercati OTC. Gestendo le operazioni sui derivati in maniera spregiudicata, il rischio diviene azzardo e le previsioni lasciano spazio ad una sete di guadagno senza limiti, che si rivolge ogni volta a settori differenti, contribuendo a far crescere il valore di tali attività fin quando non sopraggiunge la crisi. La speculazione quindi: "che in un primo tempo è sentimento, o se preferite un gusto, si trasforma in seguito in abitudine, poi crescendo in una passione, una passione dominante, che come il serpente di Aronne si rafforza divorando altre passioni. Diventa alla fine più fiera della rabbia, più corrosiva della gelosia, più ingorda dell'avarizia, più esclusiva dell'amore. Il mercato azionario può essere

²⁴ Cfr. "Speculazione: molte critiche ma effetti positive"- Walter Block, 2° trimestre 2006.

comparato ad una vecchia strega avvizzita, laccata, dipinta e agghindata all'ultima moda, che guarda maliziosamente lo speculatore, indicandogli doni dorati che come i miraggi nel deserto svaniscono e lo lasciano solo con la propria rovina ".²⁵

I derivati, nello scenario di una speculazione selvaggia, non sono altro che uno strumento in grado di garantire possibilità di guadagno elevate, sfruttandone l'alto grado di leva finanziaria. Lo stesso Soros nel 1994, dinnanzi all'House banking Committe, disse: "alcuni derivati sembrano essere specificatamente concepiti per consentire agli investitori istituzionali di lanciarsi in azzardi che non avrebbero potuto tentare altrimenti".

Gli hedge funds, come del resto tutti gli investitori facenti parte della classe Highly Leveraged Investors, godendo dei vantaggi offerti da una scarsa regolamentazione che ponga limiti alla loro esposizione debitoria, unita ad una scarsità di informazioni sulla loro operatività, si prestano molto efficacemente ad essere gli attori per veicolare atteggiamenti speculativi, ma naturalmente non sono i soli che hanno accresciuto in maniera esponenziale la loro esposizione nei confronti dei derivati, anzi ultimamente anche operatori del tutto privi delle conoscenze necessarie per interpretare e gestire tali operazioni, come le Pubbliche Amministrazioni italiane, hanno dato il via a massicci investimenti sul mercato, incuranti delle conseguenze. La situazione tende ad aggravarsi allorquando molti piccoli investitori, non essendo in grado di sostenere i costi per una corretta informazione, decidono di affidarsi alle scelte dei grandi operatori, come appunto gli hedge funds, gestendo le loro posizioni in base ai comportamenti di coloro che detengono informazioni "superiori". Tradotto nella prassi, ciò significa adeguare le scelte d'investimento non alle effettive condizioni macroeconomiche dei mercati, ma alla percezione delle stesse che hanno i grandi investitori, contribuendo ad alimentare le bolle speculative qualora la visione globale risultasse sfalsata, e, come disse J. Stiglitz domina l'"asimmetria dell'informazione" e l'approfittamento di chi sa a danno di chi non sa: per esempio quello dei top manager che sempre più spesso saccheggiano azionisti, consumatori e Stato."

²⁵ Tratto da "Ten years of Wall Street" di William Fowler.

Una volta stabilita questa dovuta precisazione sulla duplice natura dei prodotti derivati è utile, ai fini della trattazione, soffermarsi sull'evoluzione del mercato, analizzando i trend delle varie tipologie di strumenti per capire se, ed in che misura, si può parlare di una bolla speculativa sui derivati.

- **2.2.La “bolla” sugli strumenti derivati: entità e portata del fenomeno.**

Il mercato dei derivati, come già accennato nel Capitolo 1, ha subito un forte incremento nell'ultimo triennio di riferimento, dal 2004 al 2007, segnando una battuta di arresto con il palesarsi della recente crisi finanziaria sul finire del 2008. Per valutare meglio la portata del fenomeno appare necessario analizzare nello specifico gli andamenti recenti del mercato dei derivati, soprattutto il mercato *Over the counter*, al fine di capire se ed in che misura si può parlare di bolla sui derivati.

Nei mercati OTC (*over the counter*) si è assistiti ad una crescita esponenziale del giro di affari nel triennio 2004/2007, con una media giornaliera arrivata fino a 4,2 trilioni di dollari nell'Aprile 2007 per ciò che concerne i contratti FX (*Foreign Exchange*, ovvero in valuta estera, ndr.) e sui tassi d'interesse, segnando un incremento del 73 %, e non c'è da meravigliarsi se, per la prima volta dal 1995, tali tipologie contrattuali rappresentano il segmento più fertile, con il 36 % del totale. Convertendo il tutto al valore del dollaro ai tassi di cambio del 2007, tra il 2001 ed il 2004 l'incremento è stato del 50 %, arrivando di recente al 65 %.

Il segmento dei contratti derivati FX nel mercato OTC è stato tendenzialmente dominato dagli strumenti tradizionali quali gli FX swaps o gli outright forward. Con un volume d'affari giornaliero di 2,1 trilioni di dollari questi semplici prodotti hanno rappresentato circa il 90% totale degli scambi, mentre strumenti più complessi, pur aumentando dell' 81% il loro totale rispetto

al triennio 2001/2004, hanno avuto un giro d'affari si "soli" 0,2 trilioni di dollari. Dall'analisi più particolareggiata del segmento FX emerge come le valute più influenti sul mercato siano l'euro ed il dollaro, con la moneta statunitense che rappresenta almeno una controparte nell'89% dei casi, mentre l'euro solo nel 35%. Solo il 3% dei contratti derivati scambiati nel segmento FX non coinvolgono né l'euro né tantomeno il dollaro, a rimarcare l'importanza di queste due valute nel panorama internazionale.

La distribuzione geografica è un altro aspetto determinante nell'analisi del mercato dei derivati. Alla luce degli scambi accorsi nell'ultimo periodo di riferimento, i paesi in cui sono avvenuti la maggior parte delle transazioni fanno parte di un piccolo numero di centri finanziari, prima fra tutte Londra, che si conferma come il più grande centro per il commercio dei derivati nel mercato over the counter. Nonostante questo molti dei contratti conclusi nel mercato britannico non avevano come riferimento la sterlina, a riprova della forte connotazione globale del paese, mentre non sorprende che l'attività in questo senso negli Stati Uniti, il secondo paese dopo la Gran Bretagna per volume d'affari, è stata regolata preminentemente in dollari, a conferma del ruolo centrale della valuta americana.

Geographical distribution of reported OTC derivatives market activity

Volume d'affari medio giornaliero, in miliardi di dollari

	Total				Total		
	2001	2004 ⁴	2007		2001	2004 ⁴	2007
Argentina	...	...	0	Lithuania	...	0	0
Australia	51	84	155	Luxembourg	13	19	34
Austria	8	23	18	Malaysia	1	1	2
Bahrain	2	1	2	Mexico	5	6	14
Belgium	22	45	57	Netherlands	49	61	49
Brazil	2	2	1	New Zealand	3	7	14
Bulgaria	...	...	0	Norway	12	17	35
Canada	43	53	71	Peru	0	0	0
Chile	1	1	2	Philippines	1	0	1
China	...	...	1	Poland	4	6	10
Colombia	0	0	1	Portugal	1	2	4
Czech Republic	1	2	4	Romania	...	...	2
Denmark	25	44	83	Russia	0	6	16
Estonia	...	0	1	Saudi Arabia	1	1	2
Finland	2	1	11	Singapore	73	100	210

France	106	205	278	Slovakia	1	1	3
Germany	159	127	167	Slovenia	0	0	0
Greece	3	3	4	South Africa	8	11	15
Hong Kong SAR	52	82	160	Spain	26	22	28
Hungary	0	2	5	Sweden	22	32	48
India	2	4	27	Switzerland	63	74	206
Indonesia	1	1	1	Taiwan, China	2	6	8
Ireland	11	15	15	Thailand	1	2	5
Israel	0	2	5	Turkey	1	2	3
Italy	36	53	56	United Kingdom	628	1,176	2,105
Japan	132	185	226	United States	285	599	959
Korea	4	11	23	Total	1,862	3,098	5,149
Latvia		1	2				

Figura 4: Distribuzione geografica delle attività nel mercato Otc.
Dati: Bis Triennial Survey, 2007.

Al di là degli Stati Uniti e della Gran Bretagna, il 18 % delle transazioni ha avuto luogo in Europa, contro il 22% del triennio 2001/2004, mentre nell'area Asiatica del Pacifico la percentuale si è assestata al 13%, segnando un andamento nel tempo piuttosto stabile. Si sono registrate transazioni anche nel mercato dei pesi latinoamericani e sud africani, ma con volumi di affari piuttosto modesti rispetto alle altre regioni.

Interessante per quanto riguarda il mercato dei derivati è il valore nozionale di mercato (notional amount outstanding) salito del 135% a 516 trilioni di dollari alla fine del 2007, il che significa una crescita media annua nel triennio di riferimento del 33%, trend decisamente maggiore rispetto alla media del 25 % annuo registrata fin dal 1998. Questo rapido aumento ha interessato tutte le categorie, anche se a farne da padroni sono stati i derivati su credito, sempre naturalmente nel mercato OTC, il cui valore è passato da 5 trilioni a 51 trilioni di dollari. Il valore nozionale di mercato relativo ai derivati sulle commodities è salito a 8 trilioni, con una crescita rilevante rispetto al passato. Crescita percentualmente minore ma di ben altro ammontare hanno avuto i derivati classici sui tassi d'interesse, i cui relativi contratti hanno vantato posizioni aperte per 389 trilioni di dollari.²⁶

²⁶ Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, Triennial Central Bank Survey, 2004/2007

Le cifre in questione, pur rappresentando di fatto semplicemente il *notional amount outstanding*, e di conseguenza un' utile informazione riguardo alla struttura del mercato dei prodotti derivati ma non al suo grado di rischio, sono cifre rilevanti. Per avere un' idea della portata di tale cifra è utile rapportarla ad altre misurazioni:

- L'intero PIL degli Stati Uniti è di circa 14 trilioni di dollari.
- L'intera massa monetaria degli Stati Uniti è di circa 15 trilioni di dollari.
- Il PIL annuale di tutto il mondo è di 50 trilioni di dollari. 516 trilioni di dollari è 10 volte il PIL di tutto il mondo.
- Il valore degli immobili di tutto il mondo è stimato in circa 75 trilioni di dollari per cui 516 trilioni di dollari sono pari a circa 8 volte il valore immobiliare mondiale.
- Il valore globale dei mercati azionari e obbligazionari è valutato in circa 100 trilioni di dollari.
- Le grandi banche da sole detengono circa 140 trilioni di dollari in derivati.
- Bear Stearns aveva più di 13 trilioni di dollari in derivati e fallì nel mese di marzo 2008. Freddie Mac, Fannie Mae, Lehman Brothers e AIG sono tutti 'crollati' a causa del complesso dei valori mobiliari e dalle esposizioni dei derivati nel mese di settembre dello stesso anno.
- Tutto il pianeta conta approssimativamente 6 miliardi di persone. Questo vuol dire che il mercato dei derivati rappresenta da solo circa 86.000 dollari a testa per ogni persona del pianeta.²⁷

²⁷ Cfr. “La dimensione della bolla dei derivati” di Tom Foremsky – International Alliance of Inhabitants, 16 ottobre 2008.

Informazioni circa il grado di rischio delle posizioni assunte possono essere estrapolate dal valore lordo di mercato, o *Gross Market Value*. Nonostante una vera e propria misura onnicomprensiva di tutti i rischi connessi all'esposizione ai derivati non esista, il GMV può, a ben vedere, avvicinarsi a questo obiettivo. Esso si definisce come il valore assoluto, ai prezzi correnti, di tutte le posizioni aperte nei contratti sul mercato presenti al momento dell'analisi, e fornisce informazioni preziose circa la gamma dei costi affrontati per il trasferimento del rischio, e per la sostituzione di tutti i contratti esistenti, nonché una dimensione del mercato dei derivati comparabile fra le varie piazze di scambio e le differenti tipologie contrattuali. Il suo valore alla fine del giugno 2007 è arrivato a 11 trilioni di dollari, con una crescita media del periodo del 74%.

La crescita del mercato ha subito una battuta d'arresto verso fine 2008, al palesarsi della recente crisi finanziaria che ha scosso le borse internazionali, tant'è che il valore nozionale è sceso a fine Dicembre del 13,4% fino a 592 trilioni di dollari, dopo aver toccato la quota record di 683,7 trilioni di dollari solo sei mesi prima.

Le diminuzioni più significative si sono registrate per i derivati sulle commodities e sull'equity, diminuiti rispettivamente del 66,5% e del 36,2%, mentre il volume dei *credit default swaps* è diminuito del 26,9%, segno di una maggiore prudenza dei mercati alla luce delle forti incertezze registrate verso fine anno, senza contare gli scandali finanziari e le debacle che hanno colpito importanti società finanziarie, vedi Lehman Brothers, o affermati uomini d'affari come Madoff.²⁸

Dopo questo excursus sull'andamento generale del mercato dei derivati, che ancora una volta mostra la grandezza del fenomeno in questione, è opportuno soffermarsi sulle varie tipologie contrattuali, ed in particolar modo sui derivati sulle commodities e sui derivati sul credito. In questo modo si cercherà di far luce sulle dinamiche che hanno portato ad un ingrandimento così marcato del settore e soprattutto delle eventuali ripercussioni sull'economia reale.

²⁸ Cfr. OTC derivatives market activity in the second half of 2008 – Banca dei regolamenti internazionali, Monetary and economic department, maggio 2009.

• 2.3. I derivati sui tassi d'interesse.

Nel mercato OTC i derivati sui tassi d'interesse hanno mantenuto una posizione dominante negli ultimi periodi, rappresentando il 75% del valore nozionale totale ed il 60% del GMV, valori comunque superiori al giro d'affari totale. Questa discrepanza può essere spiegata dalla *maturity* spesso lunga di tali contratti.

Nel segmento in questione l'euro ha acquisito una posizione dominante a discapito del dollaro, tant'è che il 38 % del volume d'affari degli *interest rate derivatives* riguarda contratti in euro a fronte del 32 % riguardanti la moneta statunitense.²⁹

La crisi finanziaria di fine 2008 ha stravolto in parte i suddetti andamenti facendo digradare il valore nozionale dei contratti a 418,7 trilioni di dollari a fine Dicembre 2008, anche se il valore lordo di mercato ha subito un incremento del 98,9% toccando quota 18,4 trilioni di dollari.

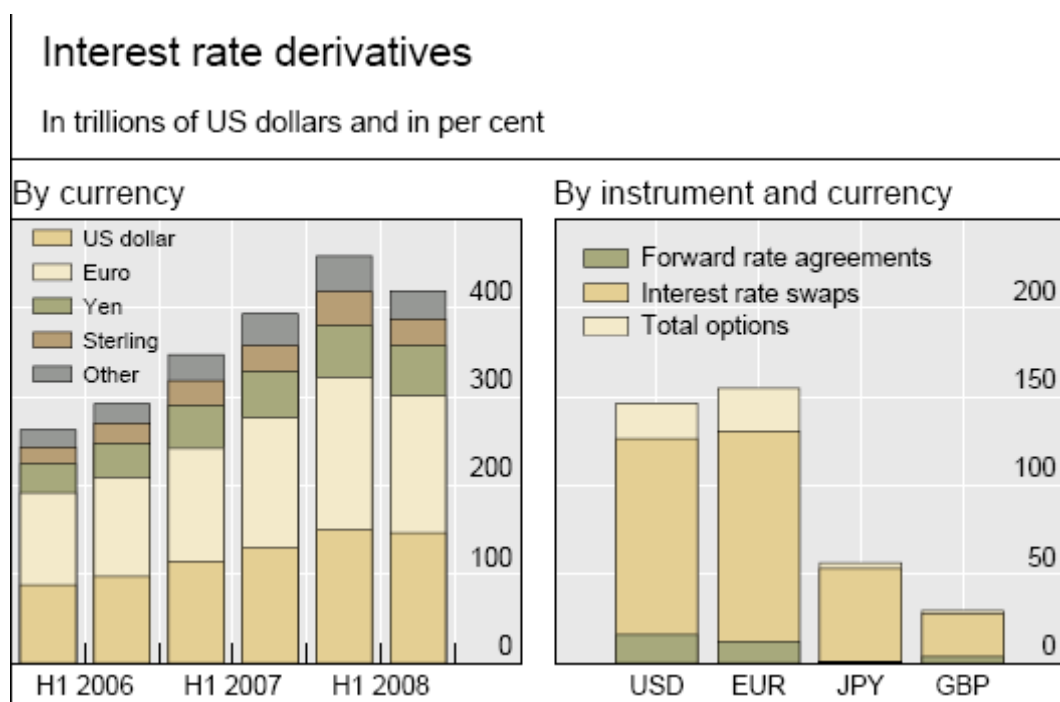


Figura 5: Il segmento dei derivati sui tassi d'interesse.

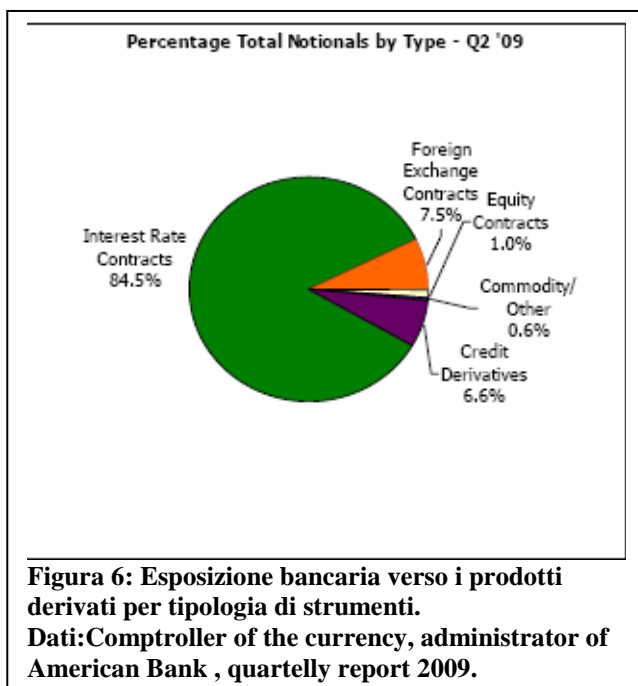
Fonte: BIS

²⁹ Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, Triennial Central Bank Survey, 2004/2007.

Ancora una volta gli strumenti più scambiati in questo segmento sono stati gli interest rate swap, nonostante una leggera inflessione dell' 8%, e, la valuta maggiormente coinvolta in questo senso è stata il dollaro, e poco al di sotto si è posizionato lo yen, mentre i contratti in euro sono calati del 10,6 % (vedi figura 2).

L'importanza degli interest rate derivatives risiede soprattutto nei futures a breve termine. I rendimenti impliciti nei prezzi di tale contratti forniscono indicazioni agli operatori sull'andamento delle future politiche monetarie. La letteratura recente per gli Stati Uniti in materia ha, tuttavia, dimostrato che le informazioni dedotte non riflettono solo le attese del mercato circa i tassi d'interesse a breve termine, ma anche premi per il rischio e di liquidità, che possono variare con l'orizzonte temporale del contratto sottostante e sono collegati negativamente con misure del ciclo economico.³⁰

Al di là di questo aspetto, bisogna considerare, inoltre, che la diffusione di



questi strumenti è dovuta in particolar modo all' ampio uso che ne fanno le banche, soprattutto quelle commerciali. Quest'ultime aiutano in genere il cliente a fronteggiare i rischi che potrebbero palesarsi nello svolgimento delle loro attività, in particolar modo ai rischi connessi alle oscillazioni dei tassi d'interesse.

Le opportunità fornite, in questo senso, dai derivati sono notevoli, soprattutto per la vasta

gamma di strumenti presenti nel segmento in questione, primi fra tutti gli interest

³⁰ Cfr. "I rendimenti dei contratti future sui tassi d'interesse a breve termine quali indicatori della politica monetaria" - Working Paper Banca d'Italia, Giuseppe Ferrero ed Andrea Nobili, giugno 2008.

rate swaps, ovvero contratti tramite cui si permette ad una parte di scambiare il pagamento degli interessi relativi ad una data somma con il pagamento degli interessi calcolati su una diversa cifra posseduta dalla controparte. Nel secondo quadrimestre del 2009 si stima che l' 84,5 % delle attività bancarie concernenti i derivati riguardasse tale segmento del mercato, per un valore pari all'incirca a 171 miliardi di dollari. Gli istituti più attivi sono risultati essere le statunitensi JP Morgan e Goldman Sachs, la prima detenendo contratti derivati su tassi d'interesse per un valore nozionale all'incirca di 56 miliardi di dollari, la seconda per un totale di 35,4 miliardi.³¹

Un problema che riguarda però questo tipo di approccio è il differente profilo di rischio dell'intermediario che lo applica rispetto a coloro avulsi da tale pratica. Chi sfrutta i derivati come copertura del rischio tende a detenere livelli di capitale più basso³², con tutte le conseguenze negative del caso, ricordando come il capitale sociale svolga principalmente una funzione di tutela dei creditori sociali³³, ma principalmente un utile cuscinetto in caso di debacle o di insolvenze inaspettate. Non è un caso se le principali norme in tema di regolamentazione riguardano le dotazioni patrimoniali minime cui gli istituti sono tenuti, ed è necessario quindi visionare, con la dovuta attenzione, l'utilizzo che le banche fanno di siffatti strumenti e procedure di risk management. Onde evitare un ricorso spregiudicato all'esposizione nei confronti dei prodotti derivati.

³¹ Cfr. OCC report 2 quarterly 2009.

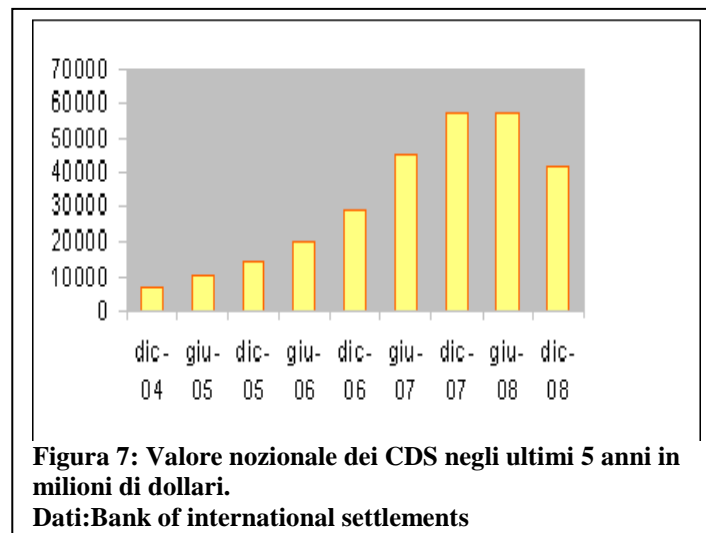
³² Cfr. "The value of using interest rate derivatives to manage risk at U.S. banking organizations"- Elijah Brewer III, E. Jackson III e James T. Moser- Federal Reserve of Chicago.

³³ Cfr. "Il diritto delle società" – Associazione Disiano Preite, pag 74, ed. Il Mulino 2006.

• 2.4. La crescita smodata dei derivati sul credito.

A partire dalla fine degli anni '90 il segmento dei derivati sul credito ha conosciuto una crescita senza precedenti. Il valore delle posizioni aperte dei derivati su credito nel mercato OTC è arrivato a toccare, nel 2007, quota 51 trilioni di dollari. Una crescita davvero impressionante se si pensa che nel 2004 tale somma era di 4,5 trilioni, dovuta, verosimilmente, alla relativa novità di tali prodotti. I credit default swaps sono stati di gran lunga gli strumenti più utilizzati, tant'è che hanno rappresentato nel triennio 2004/2007 circa l'88% del totale.³⁴ Anche in questo

segmento la recente crisi finanziaria ha fatto notare i suoi effetti, tant'è che gli stessi CDS hanno visto diminuire del 27% il loro valore, mentre il GMV è salito del 78,2%, proprio a causa delle turbolenze del mercato (Vedi figura a lato).



La rapida diffusione dei derivati sul credito può essere facilmente spiegata tenendo presente l'utilizzo naturale cui essi dovrebbero essere adibiti. In generale, infatti, il loro utilizzo ha contribuito a migliorare la liquidità e la trasparenza del mercato del credito. I derivati sul credito consentono, a differenza delle tecniche tradizionali, di dissociare i vari fattori di rischio connessi alla concessione di prestiti dalle altre decisioni di business, avendo la possibilità di esaminare l'insieme dei fattori aleatori connessi ad ogni singola posizione secondo una logica prettamente economica, decidendo quale parte gestire, e quale "ritagliare" e cedere al mercato. Inoltre, accadeva spesso che con le tecniche tradizionali di

³⁴ Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, Triennial Central Bank Survey, 2004/2007.

gestione del rischio di credito particolarmente onerosa risultasse la cessione dello stesso, essendo necessario, nella maggior parte dei casi, il consenso del debitore, mentre adesso tutta la procedura risulta più snella, non dovendo per forza essere ceduto l'intero credito, ma anche solo alcuni "aspetti aleatori" connessi, tipo il rischio di default.³⁵

Tali caratteristiche hanno reso questa tipologia di derivati particolarmente "appetibile" agli occhi degli istituti di credito, i quali hanno potuto usufruire di un nuovo strumento per la copertura de rischi connessi ai prestiti in portafoglio. A riprova di questo trend da parte delle banche basti pensare che JP Morgan, nel terzo quadrimestre del 2008, possedeva derivati sul credito per un valore nozionale superiore ai 9 miliardi di dollari. Fa riflettere il fatto che tale somma sia scesa a poco più di 6 miliardi nella seconda metà del 2009³⁶, a testimonianza di come questi strumenti siano divenuti alquanto "bollenti" dopo i recenti scandali finanziari, che in parte li hanno visti come protagonisti. La diffusione dei derivati creditizi fra le banche non è cosa recente. Già nel 2000 la Banca d'Italia aveva pubblicato una circolare per la regolamentazione delle nuove tecniche di "risk mitigation" provvedendo, in via prudenziale, ad una suddivisione patrimoniale distinguendo il caso in cui essi non siano detenuti per finalità di negoziazione dalle allocazioni nel portafoglio non immobilizzato.³⁷ In seguito anche il CICR ha deliberato in materia specificando che le banche che utilizzano i derivati di credito solo per finalità di copertura devono identificare una specifica funzione organizzativa tenuta a verificare l'efficacia della contrattualistica utilizzata. Le banche la cui operatività nel segmento dei derivati creditizi implica l'assunzione di posizioni di rischio nel portafoglio immobilizzato, devono rispettare appositi requisiti organizzativi relativamente ai seguenti aspetti: avvio dell'operatività, modello organizzativo, funzionalità delle procedure operative, sistemi informativi. Infine, le banche che effettuano operazioni di trading su derivati di credito sono tenute anche a

³⁵ Cfr. "La gestione del rischio di credito. Sviluppo ed applicazione degli strumenti derivati sul credito" – Andrea Zordo, Alea Tech report.

³⁶ Dati The Office of the Comptroller of the Currency quarterly review.

³⁷ Cfr. Bollettino di vigilanza della Banca d'Italia, luglio 2000.

sviluppare metodologie per la stima del rischio e, con frequenza giornaliera, di valutazione dell'andamento dei prezzi degli strumenti derivati e del complessivo profilo di rischio del portafoglio.³⁸

Se da un lato i derivati sul credito riflettono le necessità di copertura di alcuni operatori, la loro flessibilità ha attratto nuovi investitori verso classi di attivi prima considerate di scarsa attrattiva, sia per ragioni squisitamente economiche, sia per vincoli regolamentari. Esempio in tal senso è il caso degli hedge funds, che tradizionalmente si sono sempre tenuti alla larga dai prestiti bancari. L'inversione di tendenza è imputabile al superamento dei limiti connessi alle tradizionali tecniche del settore. Innanzitutto, il mercato creditizio, così come si configurava nelle sue consuete connotazioni, necessitava di un investimento iniziale in rapporto 1:1, il che non permetteva l'utilizzo dell'effetto leverage, di cui generalmente si servono gli hedge funds. In secondo luogo, essendo iscritti negli attivi di bilancio, richiedono di essere finanziati, comportando elevati costi di gestione, mentre gli hedge funds preferiscono un'esposizione acquisita in forma sintetica, che ottimizza sia i costi di gestione che l'uso dell'effetto leva. Infine, la scarsa trasferibilità dei crediti mal si addiceva alla flessibilità richiesta dai fondi speculativi. I derivati sul credito, grazie alle loro peculiarità, hanno consentito di superare efficacemente questi limiti, permettendo anche a nuovi soggetti di insinuarsi nel mercato.³⁹

In realtà gli hedge funds eseguono transazioni aventi ad oggetto i derivati sul credito soprattutto sfruttando il meccanismo della c.d. novazione. Con questo termine si usa indicare una prassi molto in voga nel segmento in questione, che consiste nel trasferimento del credito ad una terza parte, inizialmente aliena al contratto. Si ritiene che almeno il 25% delle transazioni coinvolga la novazione⁴⁰. Secondo una stima fatta dall'agenzia di rating Fitch, nel 2005 il 30% delle transazioni su derivati creditizi erano controllate dai fondi speculativi, rivestendo di fatto un ruolo critico nel segmento in analisi.

³⁸ Cfr. Delibera del CICR del 23 marzo 2004.

³⁹ Cfr. "La gestione del rischio di credito. Sviluppo ed applicazione degli strumenti derivati sul credito" – Andrea Zordo, Alea Tech report.

⁴⁰ Cfr. "New developments in clearing and settlements arrangements for OTC derivatives" - Commitment on Payment and Settlement System, marzo2007.

L'entrata in scena di nuovi attori tipicamente avulsi al mercato del credito, parallelamente alla crescita smisurata del settore, come precedentemente riportato, ha creato una miscela esplosiva tale da sopraffare le infrastrutture esistenti per la contrattazione, essa inoltre ha prodotto una quantità enorme di derivati in cui almeno una delle due parti non ha sottoscritto il contratto, o presenta almeno un'altra problematica fra quelle denominate *back office problems*.⁴¹ Le incertezze maggiori, quando si palesano incognite del genere, si manifestano in caso di insolvenza sul debito sottostante. Le parti in causa, infatti, qualora ci fossero delle mancanze o in correttezze nella struttura dei contratti, si riserverebbero la facoltà di intentare azioni legali, volte a far valere i propri diritti, creando i presupposti per un collasso dell'intero sistema.⁴² L'andamento dei derivati sul credito è naturalmente influenzato sia dall'andamento del titolo di una delle controparti nel contratto, sia in particolar modo dal rating del soggetto, affibbiatogli dalle agenzie, tant'è che più la valutazione è negativa, tanto maggiore sarà il prezzo da pagare per la copertura del rischio di insolvenza. Quando le operazioni di copertura lasciano spazio alla speculazione, creando delle ondate anomale che ingigantiscono spropositatamente il mercato, anche un cambiamento nella valutazione di una società può innescare effetti collaterali molto "dolorosi". Un esempio lampante di quanto precedentemente affermato è ciò che avvenne quando, nel maggio 2005, S&P declassò i titoli GM da "investment" a "junk", creando un rialzo elevato del premio per il rischio delle azioni della casa automobilistica statunitense. Gli hedge funds, che avevano puntato sul rialzo dei prezzi dei derivati collegati al debito della società, videro, al contrario, crollare il valore degli strumenti, segnando numerose perdite, aggravate dal fatto che molti investitori, spinti dal panico diffuso, incominciarono a vendere in maniera scriteriata, facendo così deragliare il già vessato mercato dei derivati creditizi.⁴³ Fondi considerati solidi come Highbridge Capital negli Stati Uniti, o GLG Partners a Londra subirono un duro colpo, tant'è che il fondatore dell' EIR (

⁴¹ Cfr. "Verso un nuovo grippaggio dei derivati sul credito"- Movisol, 1 ottobre 2005.

⁴² Cfr. "L'ingolfo cartaceo dei derivati del credito può causare la resa dei conti"- Financial Times, 30 settembre 2005.

⁴³ Cfr. "Il ticchettio della bomba nei prodotti creditizi strutturati"- Neue Zeuerche Zeitung- 19 maggio 2005.

Executive Intelligence Review, ndr.), Lyndon LaRouche, ebbe a dire che si era in presenza di “un disastro nazionale” per gli Stati Uniti, anche se poi, nella realtà dei fatti, le conseguenze furono meno grigie di quanto preventivato.

Alan Greenspan, ex chairman della Fed, sempre nel 2005, alla luce dei fatti di cronaca sopra riportati, mise in guardia la comunità finanziaria facendo notare come: ” il trasferimento del rischio attraverso il mercato dei derivati creditizi è efficace solo se la parte che si assume questo rischio è effettivamente in grado di sostenerlo”. Ebbene, se si considera l’entità raggiunta dal mercato in questione, appare evidente che il monito lanciato dall’economista statunitense è stato ampiamente disatteso, e se in principio venivano utilizzati come efficace mezzo di copertura, la loro proliferazione non è altro che il frutto di un atteggiamento sbagliato degli operatori, votato a fini speculativi. La crisi finanziaria dei mutui subprime, che ha scosso di recente i mercati finanziari, è un esempio lampante della speculazione nel segmento in analisi.

Verso la seconda metà del 2006 iniziò a sgonfiarsi la bolla immobiliare statunitense, ed i prezzi delle abitazioni crollarono drasticamente. Molti proprietari, che avevano richiesto dei prestiti alle banche per l’acquisto del bene, si ritrovarono a pagare un mutuo la cui somma eccedeva il valore attuale dell’abitazione, e molti, vessati dai tassi d’interesse in aumento dopo i rialzi decisi dalla Fed, divennero insolventi. Le fasce più colpite furono i sottoscrittori dei mutui c.d. subprime, ovvero persone che, non vantando un background economico ottimale, avevano accesso al credito ad un tasso superiore alla media. Le banche, di solito poco avverse a concedere tali tipi di prestiti, già dai primi anni del duemila cambiarono atteggiamento, e la percentuale di mutui subprime rispetto al totale dei prestiti concessi dai vari istituti salì al 21% nel periodo 2004/2006, stando alle statistiche di Moody’s. Il motivo di questa inversione di rotta va ricercato proprio nell’uso smodato fatto dei derivati creditizi. In principio le banche affrontavano direttamente il rischio connesso all’erogazione del prestito, e per tale motivo valutavano attentamente il merito di credito, soprattutto considerando la probabilità di default e la capacità di rimborso del soggetto. Con il ricorso agli strumenti derivati creditizi si determina, in pratica, un problema di

moral hazard per cui gli istituti non fanno uno screening adeguato della qualità dei creditori, (In tal senso la prova empirica è data dal delinquency rate sui mutui subprime emessi nel 2006 e nel 2007 che dopo 12 mesi è pari ai 2/3 di quelli osservati nel 2005)ma si limitano a rivolgersi al mercato per assicurarsi tramite i prodotti più svariati, in primis CDS e CDO, definendo un modello *originate to distribute* per cui esse cartolarizzano prestiti della più varia natura, smerciandoli poi sul mercato.⁴⁴

In realtà, le pratiche descritte non sono di per sé biasimevoli, ma lo diventano quando eccedono la capacità del mercato di sostenere tali rischi, e pare evidente che il limite sia stato ampiamente sorpassato se si pensa che alcune banche, in primis JP Morgan, detenevano CDS per un valore uguale a 4,7 volte i suoi prestiti. Inoltre, una diffusione così capillare di questi strumenti determina conseguenze catastrofiche se la struttura su cui poggiano, come in questo caso la solvibilità del mercato immobiliare statunitense, viene meno, configurando conseguenzialmente i titoli medesimi come “tossici”.

A favorire l'ascesa dei prodotti in esame, sia fra banche, sia fra fondi comuni, che fra hedge funds, ha contribuito l'alto valore di rating espresso dalle agenzie. Infatti la storia di questa crisi, che ha messo in ginocchio l'intero mercato mondiale del credito e tutte le Borse, gira proprio attorno alle triple A che le agenzie di rating hanno generosamente concesso alle obbligazioni costruite su ogni forma di debito o di credito e su tutti quegli strumenti derivati che a lato, o meglio «collateralmente», come si dice per i Cdo e i Clo, sono stati sopra edificati. E questa ingegneria finanziaria, oltre a moltiplicare per enne volte il valore finale delle primitive attività, al punto d'averle in qualche caso perse di vista, ha creato pure altri derivati che vengono acquistati da quanti vogliono proteggere i loro portafogli da eventuali insolvenze⁴⁵

Le vicissitudini legate alle speculazioni sui derivati creditizi ancora una volta rimarcano un concetto che deve essere ben chiaro quando si parla di strumenti derivati in generale. Questi nascono con l'intento di offrire ai vari

⁴⁴ Cfr. “Cartolarizzazione e strumenti derivati: quale futuro?” – Emilio Barucci, Politecnico di Milano

⁴⁵ Cfr. “Boccata d'ossigeno in attesa della fiducia” – Ilsole24ore, 18 agosto 2007.

soggetti economici la possibilità di coprirsi da tutta quella gamma di rischi, ma, se abusati nell'uso, possono determinare effetti negativi, anche di notevoli dimensioni per l'economia reale. In questo senso il mercato dei derivati sulle commodities offre uno spunto interessante di riflessione.

- **2.5. I derivati sulle commodities ed il loro ruolo nella recente impennata dei prezzi.**

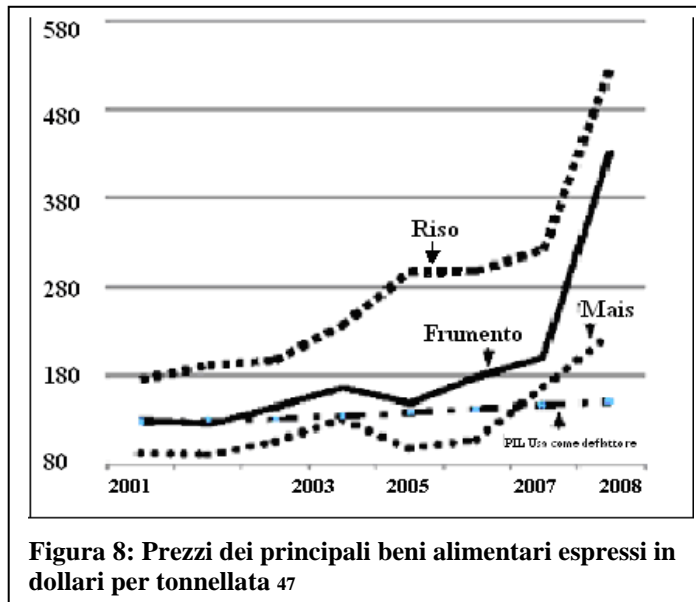
I derivati sulle commodities sono stati al centro di un fitto dibattito relativo al ruolo che essi hanno avuto nella recente impennata dei prezzi, soprattutto si è discusso se ed in che modo hanno influenzato le quotazioni, o se semplicemente gli investimenti sono stati guidati dall'aumento dei prezzi.

Di sicuro il segmento dei derivati sulle commodities ha visto una crescita senza precedenti nel triennio 2004/2007, e non a caso il valore nozionale nel complesso è aumentato di ben sei volte fino a toccare gli 8 trilioni di dollari. Sul finire del 2008 però il trend ha decisamente cambiato rotta, sgonfiando il mercato che ha raggiunto un valore stimato di 4,4 trilioni di dollari, il che significa un secco -66,5% nella seconda metà del 2008. Il continuo deprezzamento delle commodities dalla seconda metà del 2008 ha avuto anche un sostanziale impatto sul valore lordo di mercato dei contratti che è diminuito del 56,8% fino a quota un trilione.⁴⁶

L'andamento dei derivati sulle commodities è fortemente correlato al prezzo delle stesse, e molto si è dibattuto sull'eventuale interrelazione fra i mercati finanziari ed le borse merci mondiali. In particolare diverse sono state le posizioni in merito alle cause che hanno indotto un andamento così altalenante delle quotazioni. Alcuni hanno imputato la colpa ai fondamentali, altri alla speculazione sui derivati, ma per capire meglio come sono andate le cose appare necessario, ai

⁴⁶ Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, Triennial Central Bank Survey, 2004/2007. Per i dati 2008 si veda invece: OTC derivatives market activity in the second half of 2008 – Banca dei regolamenti internazionali, Monetary and economic department, maggio 2009.

fini della trattazione, analizzare nello specifico i casi di maggior interesse, ovvero l'ascesa dei prezzi nel segmento dei prodotti alimentari ed in quello delle commodities energetiche.



cereali, che rappresentano l'elemento base per la nutrizione nella maggior parte dei Paesi, soprattutto per quelli in via di sviluppo, si nota come, a dopo il picco raggiunto nel 1974, il suo costo, una volta normalizzatosi, si sia mantenuto pressoché costante nel tempo seppur con lievi oscillazioni. Ma dal 2005, un'impennata nelle quotazioni ha alterato questo corso ormai assodato, tant'è che all'inizio del 2008 il grano è aumentato, nel triennio di riferimento, del 181%, come d'altronde il riso, con un +141%, ed in generale i prodotti alimentari in toto, saliti dell'83%. (vedi figura 5)⁴⁷.

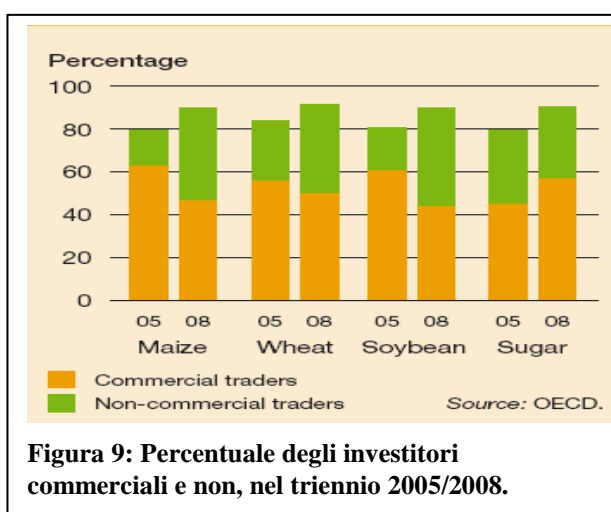
Se da un lato le motivazioni possono essere ricondotte tranquillamente nell'orbita dei fondamentali, come ad esempio l'aumento della domanda da parte dei paesi in via di sviluppo o il peso sempre maggiore delle colture destinate all'utilizzo come biocarburanti,⁴⁸ di sicuro la forte volatilità del mercato ha attratto molti investitori, soprattutto i fondi speculativi. È noto, infatti, che già dal 2004, alcuni hedge funds, notando una possibile sfasatura fra Domanda e Offerta nel settore alimentare, abbiano investito nel mercato agricolo, comprando

⁴⁷ Fonte Fmi Financial Statistics. N.b. I prezzi sono espressi raffrontandoli con il deflatore del Pil USA, dove il Pil del 1990 = 100.

⁴⁸ Cfr. The State of agriculture commodity market, FAO, 2009

Partendo dal settore agricolo, si nota un aumento generale dei prezzi verso fine 2005 senza precedenti, che, mutuando un'espressione del *The Economist*, ha segnato "la fine del cibo a buon mercato". Osservando l'andamento delle quotazioni dei

addirittura vaste porzioni di terreno in diverse aree geografiche.⁴⁹ I c.d. investitori “non commerciali”⁵⁰ hanno iniziato ad investire nei prodotti agricoli all’aumentare dei prezzi, ed in generale sfruttando le iniezioni di liquidità delle banche centrali che avrebbero accentuato la speculazione sui prodotti di base⁵¹. Non a caso l’ammontare degli investimenti totali in options e commodities futures è quasi raddoppiato negli ultimi cinque anni. Nei primi mesi del 2007, come già osservato in precedenza, l’attività ha conosciuto un’impennata senza pari, aumentando di quasi il 30% rispetto all’anno precedente, così come il numero degli investitori non commerciali, indicando un interesse sempre maggiore per tali tipologie di investimento, sicché fra il 2005 e il 2008, il numeri di contratti futures e di options pendenti o non consegnati, in cui la controparte era, da almeno un lato, un investitore non-commerciale, è quasi raddoppiato. (vedi figura



6). A riprova di questo, basati pensare che se nel 1999 “solamente” 5 miliardi di dollari erano investiti in strumenti derivati tracciati dall’indice SPGSCI (Standard’s & Poor’s Goldman Sachs Commodities Index), nel terzo quadrimestre del 2008 gli investimenti collegati ai cinque maggiori indici sulle commodities, fra cui appunto l’SPGSCI, aveva toccato quota 140 miliardi di dollari. A fronte di una così forte crescita del mercato dei futures, e di un’elevata volatilità sui mercati, molte istituzioni hanno domandato chiarezza sul ruolo dei derivati nel

⁴⁹ Cfr. Le Monde, 23 aprile 2008.

⁵⁰ Si ricorda che con la dicitura “investitori non commerciali” si indicano quei soggetti che perpetrano operazioni speculative sul mercato dei derivati, a differenza degli operatori commerciali che si rivolgono a tale settore onde coprirsi da eventuali rischi (hedging), che nello specifico possono essere agricoltori, produttori, ecc...

⁵¹ Cfr. Cfr. Risoluzione sull’aumento dei prezzi dei prodotti alimentari nell’Unione europea e nei paesi in via di sviluppo, Parlamento Europeo, 19/05/2008.

rialzo dei prezzi delle commodities, in virtù anche degli avvenimenti relativi al settore energetico.⁵²

Nel segmento delle commodities energetiche la situazione non è stata affatto differente. Il petrolio, le cui quotazioni si mantenevano stabili sui 40 \$/b fin dal 2004, ha subito un'escalation nei prezzi, arrivando a cifre mai raggiunte in passato. Inizialmente il costo al barile verso fine 2004, aveva toccato i 50 dollari, arrivando nell'anno successivo addirittura a 70 dollari. Ma i rialzi più marcati si sono avuti nel periodo 2007/2008, soprattutto quando, in seguito alle iniezioni di liquidità della Fed, l'oro nero è arrivato a sfondare la quota record di 100 \$/b. Nonostante le aspettative pendessero per un ritorno alla normalità, il trend inflazionistico è continuato per tutto il periodo, e quando l'11 luglio il barile Wti è arrivato all'incredibile record di 147,27 \$, ci fu chi addirittura parlò dell'evento come "la madre di tutte le bolle". In realtà da lì in poi un periodo di fortissima volatilità ha riportato le quotazioni del petrolio a livelli accettabili, finché, in seguito alla crisi finanziaria di fine 2008, il suo valore è ritornato al di sotto dei 40\$/b, anche se, nel 2009, il trend si preannuncia al rialzo.(vedi figura 7).

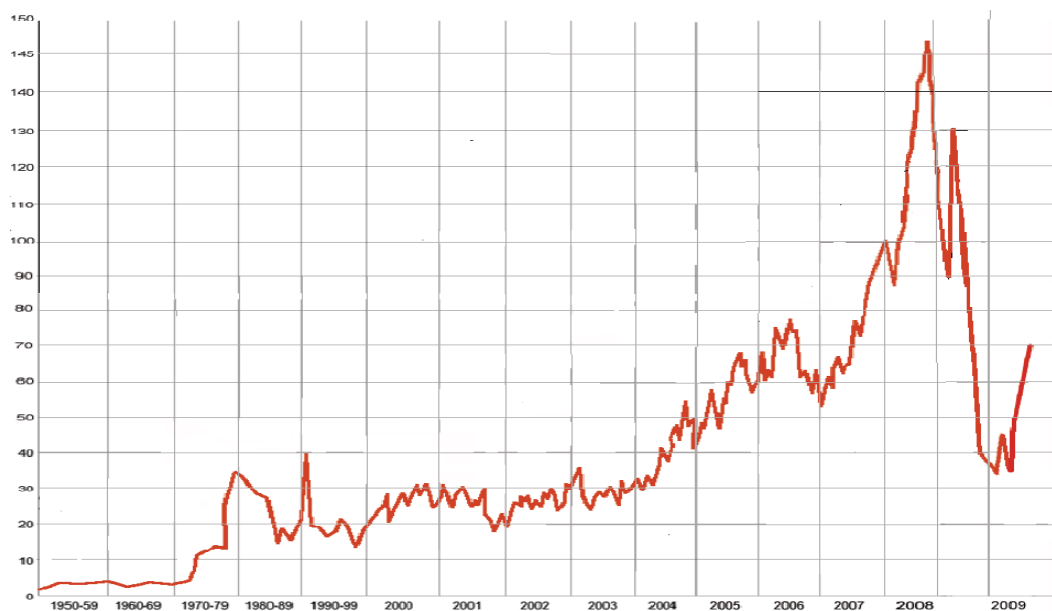
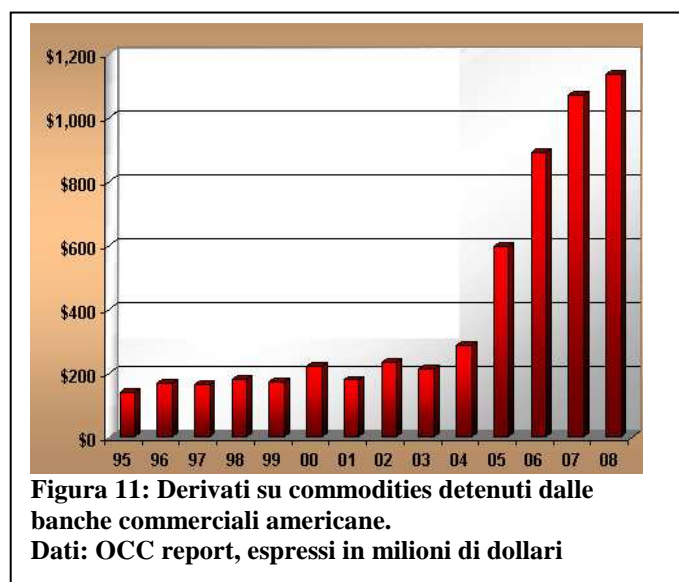


Figura 10: Serie storica dei prezzi in \$/b (fino al 1984 Arabian Light; dal 1985 al 2004 Brent; dal 2004 in poi Wti).

⁵² Cfr. "Financial speculation in Commodity Markets: are institutional investor and hedge funds contributing to food and energy price inflation ?"- U.S Senate committee, 20 maggio 2008.

Come nel settore primario, anche in questo caso una così alta volatilità può avere cause distinte, ed, in effetti, i pareri non sono unanimi. Da un lato i sospetti di movimenti speculativi sono sempre maggiori, dall'altro non si possono di certo ignorare i fondamentali della Domanda e dell'Offerta. In effetti, stando ai dati dell'Opec, la produzione di greggio è rimasta pressoché invariata, aumentata di soli 0,2 mb/g rispetto alla media degli anni precedenti, mentre la domanda è stata trainata dai paesi in via di sviluppo, soprattutto Cina ed India.⁵³

Sul lato dei prodotti derivati collegati, molti analisti hanno fatto notare la differenza sempre maggiore fra i “barili di carta” ed il numero effettivamente scambiato nelle transazioni. Quando fu toccato nel luglio 2008 il picco massimo di 147,27\$/b il volume dei contratti futures scambiati sul Nimex (New York Mercantile Exchange) e sull' Ice (InterContinental Exchange) aveva toccato quota 2 miliardi di barili, ovvero 25 volte la produzione effettiva. Più precisamente, lo stesso segretario generale dell'OPEC, Abdullah al-Badri, rimarcava la sproporzione fra il numero dei barili effettivamente presenti sul mercato “reale” e il volume dei “barili di carta” scambiati tramite derivati,



facendo notare che il consumo giornaliero mondiale fosse di 85 mb/g mentre il “mercato di carta” eccedeva 1,36 miliardi di barili al giorno⁵⁴. Molto attive nel mercato OTC sembrano esser state le banche commerciali. Nelle sale operative si vociferava che il 75% dei futures fosse in

mano a quattro banche d'affari: Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, e

⁵³ Cfr. Opec annual report 2008.

⁵⁴ “OPEC chief appeals for calm over oil “- Reuters, 10 giugno 2008.

Barclays, ma quel che è certo, dati alla mano, è che la somma di contratti si aggirava, nel secondo quarto del 2008, attorno ai 301 miliardi di dollari per JP Morgan e 309 per Bank of America, in sintonia col trend generale, che ha visto il valore dei derivati sulle commodities in mano agli istituti statunitensi crescere esponenzialmente negli ultimi anni.(vedi figura 8).

In aggiunta, desta non poca preoccupazione il fatto che molte transazioni sui *commodity derivatives* avvengano su piattaforme opache ed esposte a speculazioni finanziarie⁵⁵, ed è proprio la scarsa trasparenza uno dei problemi fondamentali nel settore, che molte volte spinge gli esperti verso atteggiamenti allarmistici al primo segnale di rialzo delle quotazioni, sicché quando all'inizio del 2009 i prezzi hanno ripreso a salire subito si è vociferato di “ritorno della speculazione sui mercati”⁵⁶.

Sfruttare le scarse informazioni nel mercato degli strumenti derivati a fini speculativi non sembra troppo complesso, almeno stando ai recenti fatti di cronaca, come l'emblematico caso del modesto fondo olandese Optiver Holding BV, indagato dalla CFTC (Commodity Futures Trading Commission) per aver manipolato il mercato dei futures sul petrolio al Nymex durante il marzo del 2007, sfruttando uno schema denominato “banging the close”. Stando alle deposizioni dei traders del fondo olandese, il loro obiettivo era quello di opprimere il mercato (“bully the market”, ndr.) sfruttando la compravendita di un volume elevato di futures sul greggio quali: i Light Sweet Crude Oil futures, conosciuti anche come West Texas Intermediate (WTI), i New York Harbor Heating Oil futures (Heating Oil), e i New York Harbor Reformulated Gasoline Blendstock futures (New York Harbor Gasoline). La definizione dei prezzi per tali contratti futures è effettuata tenendo presente il c.d. VWAP, *volume weighted average price*, ovvero il rapporto fra il valore scambiato ed il volume totale su un determinato lasso di tempo, calcolato nel momento della chiusura (dalle 14:28 alle 14:30). Lo schema comprendeva anche l'acquisto dei c.d. Trade at Settlement contract sulle medesime attività, ovvero contratti a termine il cui prezzo è deciso

⁵⁵ Cfr. “Relazione annuale Autorità per l'energia elettrica ed il gas”- Alessandro Ortis, Roma 14 luglio 2009.

⁵⁶ Cfr. Domenico Siniscalco, intervento al convegno “Economia e società aperta”- Università Bocconi, 28 maggio 2009.

sul valore dell'attività al momento della liquidazione più o meno un differenziale concordato.

In definitiva, il fondo olandese cercava di “dare l'idea di controllare il VWAP”, attraverso un notevole trading di futures prima e durante il periodo di chiusura dei contratti, guadagnando indipendentemente dai movimenti di mercato poiché i futures erano di segno opposto rispetto alla posizione dei TAS.⁵⁷

Il sopracitato esempio è uno dei tanti casi posti al giudizio della CFTC, ma, se sembra così semplice influenzare il mercato, è davvero possibile che la speculazione sui prodotti derivati sia alla base del rialzo dei prezzi delle commodities, pensando addirittura a chi affermava una riduzione dei prezzi del 35%⁵⁸ senza tali “manovre” finanziarie ?

Il quesito non sembra di facile soluzione. Come si è già visto molti analisti sembrano attribuire il rialzo dei prezzi alle manovre speculative sui prodotti derivati, ma effettivamente tali strumenti hanno come effetto quello di influenzare il prezzo spot delle attività sottostanti?

La Federal Reserve, incarnando una volontà di chiarezza sul punto espressa dal Governo statunitense, è sempre stata alquanto scettica sull'argomento. Le ricerche svolte dalla banca centrale statunitense sembrano privilegiare la tesi per cui le recenti ondate inflazionistiche siano direttamente imputabili ai fondamentali del mercato. La Fed, però, non sconfessa del tutto l'impatto della speculazione sulle quotazioni di mercato delle attività sottostanti, ma le limita solo a determinate fattispecie. I prezzi spot sarebbero influenzati dalle attività sul mercato dei derivati solo quando le stesse fossero consequenziali ad un preciso atteggiamento sul mercato fisico del bene sottostante.. Ad esempio i fornitori limitano l'offerta di prodotti per i mercati fisici, e poi comprano futures per speculare sul rialzo dei prezzi.⁵⁹

⁵⁷ Cfr. “CFTC Charges Optiver Holding BV, Two Subsidiaries, and High-Ranking Employees with Manipulation of NYMEX Crude Oil, Heating Oil, and Gasoline Futures Contracts”- Commodity Futures Trading Commission, 24 luglio 2008.

⁵⁸ Cfr. “Il vero prezzo del petrolio? 80 dollari al barile(senza speculazione)”- Il Sole24ore, 22 luglio 2008.

⁵⁹ Cfr. “ Does speculation affect spot price levels? The case of metal with and without futures markets” – Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, luglio 2009.

Come si è visto, sul tema le posizioni sono molto differenti anche se sembra più verosimile accettare una posizione mediana, confermata dagli studi eseguiti dal Fondo monetario internazionale, secondo cui è stata la congiuntura globale del mercato a favorire l'aumento dei prezzi che, a loro volta, hanno determinato un afflusso maggiore degli investitori non commerciali. Le dinamiche speculative si sono quindi innescate su un meccanismo già avviato, ed hanno contribuito a mantenere instabile il mercato per un periodo più lungo, allungando artificialmente l'arco temporale del fenomeno inflattivo.⁶⁰

- **2.6. Riflessioni finali.**

L'esperienza della crisi ha confermato che i prodotti derivati, ed in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento dei rischi, sono armi a doppio taglio. Se usati in modo accorto e prudente permettono agli operatori di diversificare e gestire il rischio, contribuendo a ridurre la fragilità del sistema; se adoperati senza le adeguate considerazioni sui rischi consentono una moltiplicazione senza controllo della leva finanziaria. Al tempo stesso la proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, e per gli stessi operatori. Una semplificazione ed una standardizzazione dei contratti è necessaria anche per una maggiore trasparenza, tenendo presente come strumenti atipici siano più difficili da valutare e gestire. Inoltre bisognerebbe tenere limitata la leva finanziaria, onde evitare un scostamento eccessivo fra il valore dei contratti e quello della controparte reale.

Tema centrale dovrebbe essere popi la tutela delle parti più deboli nella stipula, sia per le conoscenze che essi hanno in materia, sia per gli effetti che una loro decisione errata provocherebbe sul sistema.⁶¹ Tale argomento sembra essere

⁶⁰ Cfr. "Riding a wave" – Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blackman, Kevin Cheng, Financial and Developments, rivista del FMI, Marzo 2008.

⁶¹ Cfr. "Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana" - 6ª Commissione Finanza e Tesoro del Senato, 21 ottobre 2008.

molto pertinente se si pensa alla forte speculazione che ha visto come protagonisti le Pubbliche Amministrazioni, locali e centrali, una cui eventuale esposizione debitoria eccessiva ricadrebbe sui contribuenti. Ed è proprio su questo argomento che si focalizzerà l'attenzione nel capitolo successivo.

3. La speculazione sui prodotti derivati perpetrata dalle Pubbliche amministrazioni.

- **3.1. L'evoluzione della disciplina.**

L'utilizzo di strumenti derivati da parte di Regioni, Province, e Comuni va analizzato partendo dai principi cardine sull'indebitamento e sulla gestione del debito nelle Amministrazioni locali.

Il rinnovato Titolo V della Costituzione sancisce che le Amministrazioni locali possano indebitarsi solo a fronte di spese d'investimento, ed esclude al contempo ogni garanzia dello Stato.⁶² La legge 5 maggio 2009, n. 42 di Delega del governo in materia di federalismo fiscale, in attuazione dell'art. 119 Cost. prevede il concorso di tutte le Amministrazioni pubbliche al conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica nazionale. Ne deriva una gestione delle politiche di indebitamento volte ai principi di trasparenza e rigore.

La gestione dell'indebitamento, quindi, deve avvenire tenendo presente il benessere della collettività, tenendo presente i rischi connessi con le operazioni effettuate, e che, in ultima istanza, sono i contribuenti a dover pagare lo scotto di politiche sconsiderate, qualora queste portassero il debito a livelli troppo alti.

Gli strumenti derivati, grazie alla loro versatilità, ben si confacevano ad eventuali coperture dei rischi, anche se comportavano impegni a medio - lungo termine per gli enti sottoscrittori.

Il *DM 389 del 2003* e la successiva circolare esplicativa⁶³ imponevano quale finalità per la sottoscrizione di contratti derivati solo la "copertura" di passività effettivamente dovute, e che i contratti fossero riconducibili alle tipologie più semplici, ovvero al gruppo dei plain vanilla. Inoltre il decreto prevedeva due casi in cui il ricorso era obbligatorio: quando ci si indebitava in valute diverse dall'euro, quando si emettevano dei prestiti con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

⁶² Cfr. Art. 30, comma 15, della legge 27 dicembre 2002, n. 289

⁶³ Cfr. Decreto ministeriale 1 dicembre 2003, n. 389.

La *legge 296 del 2006*,⁶⁴ conosciuta anche come legge finanziaria per il 2007, ha introdotto un obbligo di informazione preventiva al Dipartimento del Tesoro per le operazioni in strumenti finanziari derivati. Qualora la procedura deficitasse della suddetta comunicazione, il contratto sarebbe da considerarsi inefficace. Inoltre la medesima legge ha specificato come le stesse transazioni aventi ad oggetto strumenti derivati debbano avere quale finalità precipua: la riduzione del costo finale del debito e la riduzione dei rischi di mercato.

Con *la legge 244 del 2007*⁶⁵ il legislatore ha imposto, quali obblighi di trasparenza, la pubblicazione tramite la rendicontazione in bilancio di tutte le operazioni in derivati stabiliti dalle Amministrazioni locali.

Tenendo presente la situazione sempre più pericolosa che si era creata data la forte speculazione sui prodotti derivati ad opera delle P.A., il legislatore è intervenuto nel 2008 stabilendo, con *la legge 133*, la sospensione dell'operatività in derivati in attesa del riordino della materia, congelando di fatto lo scenario.

Gli ambiti di intervento della normativa di riordino sono stati sostanzialmente ribaditi con *la legge 203 del 2008*, che, oltre a rimarcare l'impossibilità di stipulare nuovi contratti,⁶⁶ ha previsto anche l'eventualità di ristrutturare i contratti derivati in essere a seguito di una modifica delle attività sottostanti.

⁶⁴ Cfr. Art.1, comma 737, della legge 27 dicembre 2006, n.296.

⁶⁵ Cfr. Art.1, commi 381-384, della legge 24 dicembre 2007, n. 244.

⁶⁶ L'art 62 comma 1 della finanziaria 2009 recita a riguardo: "Ai fini della tutela dell'unità economica della Repubblica e nel rispetto dei principi di coordinamento della finanza pubblica previsti agli articoli 119 e 120 della Costituzione, alle Regioni, alle Province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali è fatto divieto di stipulare fino alla data di entrata in vigore del regolamento di cui al comma 2, e comunque per il periodo di un anno decorrente dalla data di entrata in vigore del presente decreto, contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti all'articolo 1, comma 3, del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché di ricorrere all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso mediante rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi."

- **3.2. L'operatività in strumenti finanziari derivati delle Amministrazioni locali.**

Le amministrazioni locali si affidano in genere ad intermediari tradizionali, banche in primis, per operare nel settore dei derivati. Di solito gli istituti sono soggetti operanti in Italia, anche se molti enti locali di grande dimensioni preferiscono rivolgersi ad intermediari esteri. Si stima che la quota di mercato di questi ultimi sarebbe pari a circa il 60 %⁶⁷

Nel triennio il numero di enti che utilizzavano strumenti derivati, nella maggior parte dei casi interest rate swap, è salito da 349 a 669, riducendosi poi fino a 474 in seguito alla crisi finanziaria di fine 2008, valore poi corretto a 519, con uno sbalzo del 9,5 % dovuto esclusivamente al cambiamento nei criteri di rilevazione, ossia alla riduzione della soglia di censimento della Centrale dei Rischi⁶⁸. Addirittura anche alcuni atenei italiani, più precisamente ben 7 università, ha fatto ricorso ai derivati, a riprova di come sia diventato ormai prassi diffusa fare ricorso a tali strumenti per la copertura di rischi, anche se non si è tipicamente soggetti avvezzi a siffatte operazioni.

Il valore nozionale è cresciuto a ritmi vertiginosi, passando da 0,1 miliardi di euro nel 2000 fino a 33 miliardi nel 2007. Con la citata legge 133 del 2008 questo trend ha subito naturalmente una brusca battuta d'arresto, e tale valore è sceso fino a 24,5 miliardi (vedi figura 1).

Tra la fine del 2005 e lo scorso marzo il rapporto fra il valore di mercato negativo e il totale del debito ha avuto un andamento crescente, passando per il complesso delle Amministrazioni locali dallo 0,7 all' 1%. L'incremento ha riguardato le Regioni (dallo 0,5 allo 0,9 per cento) ed i Comuni (dallo 0,8 all' 1,2%); l'incidenza delle Provincie è rimasta ferma all' 1,3%.

⁶⁷ Cfr. “ Audizione del sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle finanze” 25 febbraio 2009.

⁶⁸ Cfr. “ Derivati negli enti pubblici” – Ilsole24ore, 30 ottobre 2009.

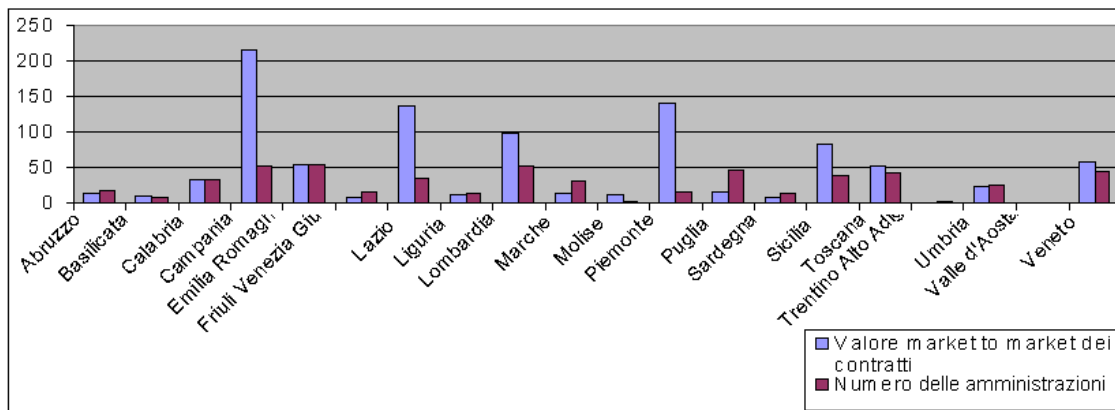


Figura 12: Distribuzione dei derivati per Regione.

Un contratto derivato che ha trovato ampia diffusione è stato lo swap d'ammortamento. I contratti censiti nell'ultimo periodo fanno riferimento ad obbligazioni per una valore nominale di 14,3 miliardi di euro, mentre il debito ancora da ammortizzare ammonta a 11,2 miliardi.

Come precedentemente visto, per le Amministrazioni locali era obbligatorio sottoscrivere uno swap di questo tipo, oppure costituire un fondo ammortamento, nel caso di un prestito da rimborsare per intero alla scadenza, in modo che il pagamento non colpisse per intero il bilancio dell'anno in cui il rimborso avveniva. Gli enti hanno fatto ricorso sempre di più agli swap d'ammortamento, impegnandosi ad effettuare pagamenti periodici all'intermediario, comprensivi di quota capitale ed interessi. Tale pratiche determinano, però, un indebitamento finanziario dell'ente anche per un grande arco temporale (basti pensare che ci sono swap che scadranno nel 2057).

Le Amministrazioni locali che hanno scelto di percorrere la via degli strumenti derivati, soprattutto se si tratta di enti di grandi dimensioni, trattano in genere con controparti estere, .

Il problema sorge dal fatto che molti intermediari richiedono un'assicurazione all'ente che copra la banca in caso di default, configurandosi di fatto un'operazione di credit default swap. Così facendo, il rischio di credito ricade in capo all'ente stesso, che si trova ad assumere una posizione speculativa, perdendo nella sostanza i vantaggi connessi all'utilizzo dello swap d'ammortamento.

Gli aspetti più problematici nell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali sono fondamentalmente tre: l'elevata complessità dei contratti; l'opacità contabile; la possibilità di un utilizzo improprio. Ma in realtà la situazione può ricollegata ad un'unica motivazione: l'inadeguatezza e l'incompetenza della stragrande maggioranza degli Enti locali nello gestire operazioni sui derivati. Sembra infatti ovvio che gli enti locali, ed in particolar modo quelli di piccole dimensioni, siano alquanto inadatti a gestire strumenti complessi quali i derivati. La valutazione di siffatte operazioni finanziarie richiede un elevato livello di competenza, sia con riferimento alla strutturazione dei contratti, sia in relazione al loro monitoraggio. Queste caratteristiche rendono difficile persino determinare il costo totale dell'operazione, ricordando come in molti strumenti finanziari non tutti i costi vengano esplicitamente menzionati, tant'è che molti di questi derivano dall'andamento dei pagamenti nei vari scenari futuri.

Non va dimenticato poi che, nonostante la leggi vincoli l'operatività con derivati alle sole funzioni di hedging, molte Amministrazioni abbiano finito per sfruttarli a fini speculativi, o in maniera indiretta, come visto nel caso dei rapporti con le banche relativi agli swap d'ammortamento, o in maniera diretta. Non va dimenticato che i contratti derivati possono essere impiegati impropriamente, invece che per fini di copertura, per reperire risorse finanziarie aggiuntive. Qualora, stando alle condizioni contrattuali, l'ente riceva un flusso netto di risorse nel periodo iniziale e sia un pagatore netto negli anni successivi, si configura un'entrata nel periodo di riferimento, indipendentemente dai dovuti esborsi successivi.

La situazione è alquanto allarmante. Se da un lato è stato fatto divieto alle Amministrazioni di sottoscrivere ulteriori contratti, e quindi la situazione non può di certo aggravarsi, è pur vero che il debito residuo appare affatto irrilevante, soprattutto se si considera che in ultima istanza saranno i contribuenti a doverne pagare lo scotto subendo imposizioni fiscali più marcate.

Alla fine dello scorso dicembre molti enti si sono ritrovati in gravi difficoltà a causa degli esborsi necessari per la remunerazione delle cedole swap, prevista

dalla maggior parte dei contratti in circolazione e legata ai tassi Euribor osservati alla fine di giugno 2008, il periodo in cui i tassi interbancari avevano raggiunto il loro massimo valore in seguito alla crisi del credito. Gli enti, per evitare di essere inadempienti, hanno cercato soluzioni alternative con le banche, come i pagamenti rateali delle cedole, adottando dunque una soluzione momentanea che ha solo rinviato al futuro gli oneri finanziari correnti. Altri enti invece sono in fase di valutazione oppure, in alcuni casi, hanno già avviato una procedura di contenzioso legale con la banca controparte.⁶⁹

Alcuni comuni sono stati talmente in difficoltà da aver sospeso i pagamenti dei flussi relativi agli swap, come nel Caso del comune di Acqui Terme. Il comune della provincia di Alessandria, che conta poco più di 20mila abitanti⁷⁰, ha deciso di sospendere i pagamenti dovuti a UniCredit sugli swap stipulati dal 2001 al 2006. Derivati che stanno attualmente arrecando all'ente locale una perdita potenziale di 1.800.000 €, senza contare le rate annuali sempre più pressanti. In base alle perizie effettuate dagli analisti emerge che il Comune non trarrà mai vantaggio dagli swap a meno che l'Euribor non sia superiore al 9%.⁷¹

Non solo Amministrazioni di piccole dimensioni si sono ritrovate nei guai, ma anche grandi centri hanno dovuto fare i conti con l'intricata matassa dei contratti derivati. Il caso più eclatante è quello del comune di Milano, costretto a fronteggiare quattro derivati per 1,5 miliardi del 2005. In questo caso però l'ente si è difeso sostenendo di essere stato raggirato, tant'è che la Procura ha contestato a nove persone di aver arrecato un danno patrimoniale al Comune di Milano mediante «artifici e raggiri» che hanno portato «illeciti profitti» di circa 90 milioni chiedendo a Deutsche Bank, Ubs, JP Morgan e Depfa Bank, il risarcimento del danno stimato in 200 milioni.

Questi esempi servono a chiarire meglio la posizione delle Amministrazioni locali, che anch'esse come molti operatori di mercato, hanno travisato l'uso dei derivati, e si sono diretti verso operazioni a carattere sempre più speculativo,

⁶⁹ Cfr. “Derivati ed enti locali prigionieri dei tassi a lungo termine” – Ilsole24ore, 3 febbraio 2009.

⁷⁰ Dati Istat.

⁷¹ Cfr. “Acqui Terme non paga più” – Ilsole24ore, 18 aprile 2009.

aggirando i divieti posti dalla legge. Ma paradossalmente proprio questo fatto potrebbe salvarle dal collasso. La presenza di criticità all'interno dei contratti swap che siano le opzioni c.d. digital⁷² o più in generale le clausole che ne configurano la natura speculativa, rendono gli stessi incoerenti rispetto al principio di contenimento dei rischi finanziari dell'ente.

Tali criticità possono costituire una leva importante che i Comuni possono azionare verso le banche per ottenere eventualmente l'annullamento delle posizioni.

Le digital, in particolare, non sono previste dalla legge: sono state bollate come illegittime dalla Corte dei Conti⁷³.

Se questa è la speranza cui si appigliano le Amministrazioni per veder ridotti i propri debiti, ai contribuenti non resta che sperare, se le cose non dovessero volgere per il meglio, che gli eventuali debiti impropriamente contratti siano accollati ai dirigenti delle amministrazioni che con troppa leggerezza si sono fiondate sul mercato dei derivati, attratti dalle sirene della speculazione e dal facile guadagno.

⁷² Le opzione digital Le opzioni digital, incluse in alcuni contratti di Interest Rate Swap, producono un salto nei pagamenti cedolari dovuti dall'ente alla banca qualora il tasso di riferimento (generalmente l'Euribor 6 mesi) tocchi oppure oltrepassi una soglia prestabilita.

⁷³ Cfr. deliberazione n.17/2008, riguardante il Comune di Pozzuoli.

• 3.3 L'esperienza estera.

Il fenomeno fin qui descritto non è solo ed esclusivamente limitato alla realtà italiana. Anche in altri contesti istituzionali si è presentato il problema della regolamentazione dell'utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni locali.

Nel Regno Unito gli enti locali hanno incominciato ad utilizzare strumenti derivati già dai primi anni '80, soprattutto gli swap sui tassi d'interesse, sia per hedging che per beneficiare dell'eventuale *upfront*.

Se in un primo momento il fenomeno fu alquanto limitato, e solo per finalità di copertura, tra il 1984 ed il 1989 la municipalità di Fulham e Hammersmith aveva stipulato contratti swap a fini speculativi che superavano di dieci volte il debito effettivamente contratto.⁷⁴

Visto il procedere delle cose la House of Lords decise di vietare nel 1991 la possibilità degli enti locali di stipulare contratti derivati, indipendentemente dalla finalità cui essi erano diretti. Nonostante nel 2003 il *Local Governement Act* abbia concesso alle Amministrazioni locali maggiori autonomie nella gestione delle finanze, si ritiene tuttora in vigore la decisione della Camera dei Lord.

In Germania la Costituzione garantisce forte autonomia alle Lander, anche a livello finanziario. Esse possono ricorrere al debito, in ultima istanza, e cioè solo se le risorse economiche necessarie non possono essere acquisite in maniera più vantaggiosa. Il debito, dal canto suo, deve essere gestito minimizzando i rischi complessivi ai quali l'ente si espone. L'impiego di strumenti derivati non è regolato a livello federale e, se è vero che i principi fondamentali dell'ordinamento sanciscono di fatto il divieto di utilizzo a fini speculativi dei derivati, i Comuni preferiscono affidarsi alle varie direttive emanate che identificano le best practices cui i Comuni devono adeguarsi. Le direttive non contengono un elenco specifico di operazioni ammissibili, sia per non scontrarsi con i principi dell'ordinamento, sia per non risultare troppo rigidi alle innovazioni

⁷⁴ Cfr. "Caso Hazzell vs Hammersmith and Fulham".

finanziarie, ma disciplinano in genere l'impiego dei derivati nell'ambito di strutture apposite per la gestione dei rapporti finanziari.⁷⁵

Dall'esperienza dei paesi europei che in maniera più incidente hanno legiferato sul tema in analisi, è possibile capire, confrontando il tutto con l'esperienza italiana, che, lì dove non arriva il buon senso degli amministratori, forse non troppo consci del fatto che si trovano ad amministrare denaro pubblico per il benessere della collettività, devono proseguire i provvedimenti legislativi mirati, ed in quest'ottica la decisione del legislatore di congelare le operazioni in derivati, per consentire il riordino della materia, sembra una direzione giusta. Gli strumenti derivati sono un utile mezzo per la copertura dei rischi, e potrebbero essere utilizzati per migliorar la situazione delle Amministrazioni locali, ma la strada intrapresa dagli enti italiani è ben lungi da questo obiettivo, essendo volta troppo alla speculazione. Inoltre è auspicabile una maggiore responsabilizzazione degli amministratori, soprattutto a livello economico, evitando azioni insensate che hanno come effetto solamente lo sperpero di danaro pubblico.

⁷⁵ Cfr. “ Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni. “ – Audizione del capo del Servizio Studi Daniele franco, 8 luglio 2009.

4. Evoluzione della regolamentazione del mercato.

- **4.1 I problemi della regolamentazione emersi nei tempi recenti.**

Le speculazioni finanziarie che hanno vessato i mercati in questi ultimi anni, e soprattutto la crisi dei mutui subprime, hanno palesato molti dei limiti della regolamentazione soprattutto in merito alla diffusione degli strumenti derivati ed al loro improprio utilizzo a fini speculativi. Le authorities ed i legislatori non sono stati in grado di adeguare le disposizioni in materia ai cambiamenti degli strumenti finanziari, divenuti sempre più complessi e difficilmente incanalabili in fattispecie regolatrici adatte, e più in generale delle condizioni di mercato, offrendo “ricette tradizionali o contraddittorie che hanno spesso appesantito la crisi anziché arginarla”.⁷⁶ In alcuni casi, sono stati, come nella recente crisi dei mutui subprime, corresponsabili della debacle di molti gestori, non essendo in grado di definire regole tali da bloccare, o quanto meno arginare, la diffusione di titoli altamente rischiosi.⁷⁷

In realtà il problema non riguarda semplicemente una maggiore adeguatezza nell'utilizzo dei derivati, ma anche un'impropria valutazione dei rischi fatta dai vari soggetti economici, in primis istituti bancari, e un mutato atteggiamento dei manager nello svolgimento delle loro mansioni. In particolare su quest'ultimo punto è opportuno notare come molti manager siano condizionati dalle performance di breve periodo e dalle decisioni degli azionisti di maggioranza, trascurando non solo le istanze delle minoranze aziendali, ma anche progetti di sviluppo che riguardano piuttosto investimenti di lungo periodo. Il più volte citato George Soros ebbe a dire, riguardo alle sue numerose operazioni finanziarie su ampia scala, che: "nella veste di operatore di mercato non mi si richiede di preoccuparmi delle conseguenze delle mie operazioni finanziarie", ma l'idea del magnate ungherese non sembra del tutto condivisibile alla luce della recente crisi

⁷⁶ Cfr. “In un mondo imperfetto”- Joseph Stiglitz.

⁷⁷ Cfr. “Una riflessione sulle cause e sulla responsabilità della crisi globale”- Enrico Cavalieri su Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione Capriglione, anno 2009 numero2.

globale, e, se questo tipo di filosofia si traduce nella prassi in “managers incuranti delle loro azioni”, ecco che il compito delle autorità è proprio quello di regolamentare i mercati, onde evitare conseguenze su vasta scala. Solo la realizzazione di un set disciplinare omogeneo potrà contribuire alla determinazione di una realtà nella quale siano contenuti i rischi di turbolenze finanziarie, che molto probabilmente inciderà anche sulla nozione di neutralità di libero mercato, così come configurata da alcuni studiosi negli anni ‘70.⁷⁸ L’esperienza attuale ha mostrato, in tutta la sua debolezza, l’incapacità dei mercati di autoregolarsi in pieno. Infatti, gli incentivi individuali e le autoregolamentazioni hanno i propri limiti. L’esistenza di un’economia sommersa dimostra che i mercati possono autoregolamentarsi, ma solo se le transazioni restano semplici e di dimensioni contenute. Al di là di questo campo di applicazione, sono necessarie regole e regolatori, e nondimeno centrale diviene il ruolo dello Stato, garante del diritto di proprietà e degli obblighi assunti.⁷⁹ Da qui i richiami non solo ad una maggiore etica nei comportamenti ma, soprattutto, ad una rivisitazione del rapporto diritto-economia. Definire le caratteristiche di tale commistione non è affar semplice. È necessario, infatti, trovare la giusta alchimia fra la necessità di rendere più competitivo il mercato, fornendo prima di tutto una maggiore trasparenza e chiarezza, eliminando quelle asimmetrie informative che sono spesso alla base di comportamenti errati degli agenti, e l’obbligo di garantire una certa sicurezza nel mercato. Sicurezza che però non può tradursi in una sterile chiusura dai connotati nazionalistici, ma che deve invece garantire agli operatori la possibilità di affidarsi a regole chiare ed omogenee nell’applicazione. In aggiunta, attraverso la definizione delle disposizioni legislative, non si possono deprimere del tutto le innovazioni finanziarie, altrimenti tale espressione si tradurrebbe in una sostanziale immutabilità del mercato, ma bisogna impedire quegli atteggiamenti volti a sfruttare, per fini illeciti o speculativi, le nuove opportunità offerte.

⁷⁸ Cfr. “Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale”- Guido Alpa.

⁷⁹ Cfr. “Reinventing the bazaar: a natural history of markets”- J. McMillan, W.W. Norton. 2002.

Tali regole devono prima di tutto riguardare l'adeguatezza patrimoniale degli istituti di credito, ed in particolare la loro capacità di valutare i rischi, poi l'indipendenza delle autorità di settore, e nondimeno l'operato dei managers e dei vari operatori di mercato.

- **4.2. La regolamentazione dei derivati creditizi ed il problema del rating .**

La recente crisi finanziaria ha riaperto un annoso dibattito riguardante il mercato del credito, soprattutto in merito alla diffusione dei contratti di credit default swap, e del ruolo che le agenzie di rating hanno avuto nell'intera faccenda.

Il mercato dei CDS ha attirato fortemente l'attenzione delle autorità di vigilanza nei vari paesi dopo una serie di scandali che li ha visti come i principali protagonisti, basti pensare al caso Bear Stern.

Nei giorni e nelle settimane precedenti al collasso di Bear, lo spread sui CDS della banca è aumentato notevolmente, lasciando intendere al mercato un possibile aumento della vulnerabilità della banca. Tale percezione a reso, poi, più difficoltoso il ricorso al mercato per la ricerca dei capitali quando Bear Stern ne ha avuto bisogno, divenendo una delle cause che ha determinato la sua vendita a JP Morgan. Inoltre l'aumento dello spread ha innescato un effetto a catena per cui gli operatori hanno iniziato a vendere tutti quei titoli che in qualche modo avessero a che fare con l'andamento della banca, peggiorano una situazione già di per sé critica.

Anche American International Group (AIG) ha richiesto un piano di salvataggio federale, avendo investito troppo in CDS senza effettuare hedging contro la possibilità che gli enti di riferimento avessero potuto diminuire di valore, ritrovandosi esposto a potenziali perdite per oltre 100 miliardi di dollari.⁸⁰

Alla luce di quanto visto, lo spread sui CDS determinerebbe, in caso di aumento, un'aggravante nella posizione del soggetto cui si riferiscono, essendo un'indicazione sulla rischiosità di una eventuale garanzia del prestito concesso all'ente in questione.

Il problema che molti operatori hanno riscontrato nelle contrattazioni di tali contratti riconducevano ad un unico denominatore: l'assenza di una qualsivoglia Clearing House; le contrattazioni avvenivano principalmente sui mercati OTC .

⁸⁰ Cfr. " The truth about credit default swap " – Colin Barr, 27 marzo 2009.

Nello specifico, sia gli Stati Uniti che l'Unione Europea stanno vagliando dei piani per la regolamentazione del mercato che avrà verosimilmente come punti fermi: la standardizzazione dei contratti, al fine di evitare dispute legali qualora non siano stabilite con precisione le clausole riguardanti il pagamento; ed appunto la costituzione di una Clearing house centralizzata, una per gli Stati Uniti, ed una per l'Europa, che agisca da controparte per i sottoscrittori, in modo da ridurre il rischio sia per i venditori che per i compratori. Le negoziazioni private sarebbero anche alla base della crescita smisurata del settore, mancando così una regolamentazione appropriata che ne avrebbe ridotto l'ammontare. Infatti, "...se i contratti derivati non vengono garantiti, il loro reale valore dipende anche dal merito di credito delle controparti. Allo stesso tempo, comunque, prima che il contratto sia onorato, le controparti registrano profitti e perdite, spesso di enorme entità, nei loro bilanci, senza che un singolo centesimo passi di mano"⁸¹.

In effetti, in mancanza di un garante, la valutazione del rischio riguarda essenzialmente la capacità della controparte di far fronte alle proprie obbligazioni. Naturalmente uno strumento molto diffuso cui spesso si rivolgono le società per la valutazione del rischio di default è il rating. Le società di rating sono state da molti considerate come una delle concause che ha favorito il diffondersi dei c.d. titoli tossici, non essendo riuscite, o almeno non del tutto, a dare una corretta visione della rischiosità di alcuni titoli e società. In realtà le critiche riguardano una moltitudine di aspetti che si ripropongono ormai ad ogni ripetersi di debacle societarie.

In primo luogo si accusa riguardano un presunto conflitto di interesse che sorgerebbe allorché le società di rating fossero troppo legate al management delle compagnie da valutare, ponendo dubbi sostanziali sull'affidabilità del rating.⁸² In particolar modo in alcuni casi sono le stesse società emittenti dei titoli che pagano per ricevere una valutazione, facendo sorgere molti dubbi sulla reale oggettività adoperata nello svolgere questo compito.

⁸¹ Cfr Warren Buffet, lettera annuale agli azionisti, 2002.

⁸² Cfr. "Financial gatekeepers: can they protect investor?" – brooking institution.

I declassamenti del rating di una società può indurre la stessa in un circolo vizioso da cui è difficile uscire indenni. Infatti, se si passa ad un livello inferiore, non solo i tassi d'interesse per eventuali prestiti alla società esaminata tendono a salire, rendendo di fatto più esoso il ricorso al capitale sia di rischio che di credito, ma addirittura si possono attivare delle clausole presenti in alcuni contratti per cui, oltrepassato un certo rating che funge da limite minimo, il rimborso del prestito deve avvenire in un'unica soluzione. Considerando poi che il prezzo di molti strumenti derivati, specialmente creditizi, è legato alla valutazione societaria, si può ben immaginare come e perché un declassamento provochi il suddetto circolo vizioso.

Un altro elemento di discussione è la sostanziale struttura oligopolista che caratterizza il settore delle agenzie di rating. Le barriere all'entrata scoraggiano potenziali nuovi entranti, essendo fondamentalmente un settore basato sulla reputazione dell'agenzia dalla quale si determina l'affidabilità del rating.

Infine, molte agenzie, durante la recente crisi dei mercati hanno commesso errori di valutazione concernenti prodotti strutturati.⁸³ Non pochi sono stati i casi in cui sono stati valutati AAA, ovvero con il massimo possibile, titoli concernenti situazioni debitori che hanno portato al fallimento dell'ente emittente.⁸⁴ Per capire quale giudizio sull'affidabilità sottenda una votazione AAA basti pensare che è la stessa con la quale sono valutati i titoli del tesoro statunitensi.

La regolamentazione delle agenzie di rating era basata nel passato principalmente su dei "codici volontari di buona condotta", ma vista la crisi di credibilità che ha imperversato il settore, i governi hanno iniziato a smuovere dalle fondamenta il sistema. Il parlamento europeo ha approvato, con la stragrande maggioranza dei voti, una normativa che sottopone le agenzie di rating ad un regime Ue di autorizzazione e controllate da un collegio che riunirà i supervisor nazionali dei Ventisette, inoltre, dovranno essere più trasparenti, eliminare i conflitti d'interesse e rendere pubblici gli elementi e i criteri di valutazione adottati. Nell'esercizio della loro funzione di vigilanza, le autorità

⁸³ Cfr. "Measuring the measurers" – The Economist, 31 maggio 2007.

⁸⁴ Cfr. "Being kept in the dark of Wall Street" – The New York Times, 2 novembre 2007.

nazionali competenti avranno accesso a qualsiasi documento, potranno richiedere informazioni a qualsiasi persona e, se necessario, convocare e interrogare qualsiasi persona per ottenerle, potranno anche eseguire ispezioni in loco con o senza preavviso. In caso di violazioni da parte di un'agenzia, le autorità nazionali potranno revocare la sua registrazione o emanare un divieto temporaneo di emissione di rating, efficace in tutta la Comunità.

Dall'altro lato dell'Oceano, nel distretto Sud di New York, un giudice ha emesso una sentenza che ha ribaltato la posizione delle società di valutazione. Queste ultime, infatti, se prima giustificavano i propri errori rifugiandosi dietro il primo emendamento della Costituzione americana, cioè quello concernente la libertà di parola, adesso, in seguito alla decisione del giudice newyorkese, dovranno rispondere direttamente quando le valutazioni riguardano prodotti strutturati e SIV, e quindi non rivolte al pubblico.

Di sicuro questo è un passo importante verso una maggiore trasparenza sul mercato, che non può non essere elemento fondamentale per una maggiore credibilità delle agenzie, e conseguenzialmente dei rating da esse espressi.

Conclusione

Alla fine della presente trattazione è necessario formulare alcune doverose considerazioni in merito alle varie tematiche affrontate nell'analisi dell'attività nel mercato dei derivati.

La speculazione perversa avvenuta sul mercato dei derivati è frutto di un atteggiamento dissoluto di numerosi agenti che hanno, senza alcuna remora, forzato il mercato fino alle estreme conseguenze, non curandosi minimamente degli effetti che tali manovre avrebbero potuto avere sull'economia reale, e di conseguenza, sulla vita dell'intera popolazione mondiale.

Attratti dal facile guadagno, e dall'apparente semplicità con cui questo poteva essere raggiunto, molti altri investitori si sono precipitati ad ingolfare un mercato già di per se talmente gigantesco da sembrare irreali, aggravando la situazione.

Quando la bolla speculativa è arrivata al culmine, una debacle di proporzioni colossali non poteva più essere scongiurata, e gli effetti ancora oggi si risentono nella vita quotidiana. Milioni di famiglie hanno visto le loro condizioni di vita abbassarsi fino al di sotto delle soglie di povertà, mentre i managers, fautori di tale disastro, usufruivano di bonus dalle cifre spropositate, che cozzano con la miseria a cui hanno condannato chi, ignaro della situazione, aveva affidato i propri risparmi, convinto di potersi permettere un'esistenza quantomeno dignitosa.

In tutto questo bailamme, i Governi hanno ignorato i campanelli d'allarme che provenivano dai mercati, e le autorità di vigilanza non hanno saputo garantire la dovuta sicurezza alle parti più deboli. Quando le commodities schizzavano ai massimi storici, quando il valore dei derivati raggiungeva somme così spropositate che perfino il Pil del mondo era poca cosa a confronto, nessuno ha

preso delle contromisure adeguate ma tutti si sono limitati a guardare, sperando in cosa non si è ben capito.

Quando la speculazione sui derivati ha raggiunto il suo culmine, e la bolla è esplosa facendo vittime illustri, in primis banche e società che vantavano storie pluridecennali, molti si sono strappati le vesti e, nel clamore del momento, hanno addossato le colpe agli strumenti in questione, a loro dire, artefici del disastro. Ma in realtà, come più volte si è ripetuto nel testo, i derivati non sono né la panacea dei mercati, né la causa di tutti i mali, ma sono semplicemente dei contratti, e come tali espressione della volontà dei contraenti. Se questi decidono di utilizzarli propriamente allora aiutano l'attività d'impresa, ma se sfruttati per raggiungere facili guadagni, ecco che possono rivelarsi delle armi molto pericolose, capaci di destabilizzare interi sistemi finanziari. In quest'ultima ipotesi, sono le autorità di vigilanza, e più in generale i Governi, a dover intervenire.

L'intervento delle istituzioni deve essere tempestivo, ed in grado di trattare con adeguatezza il fenomeno. Non è, infatti, giustificabile quella passività osservata che, nonostante si sia sfiorata una debacle mondiale, continua imperterrita, come prova in maniera lampante il continuo aumento del valore nozionale dei contratti, sempre più lontano dall'economia reale

Prima di tutto sono necessarie delle riforme concrete del sistema, che non si limitino semplicemente a tappare le falle, ma bensì a decifrare le istanze dei mercati, creando le condizioni per un proficuo sviluppo. In questo senso, come si è visto, si sono mossi i primi passi in avanti, e speranza comune è che si continui nella giusta direzione. Ed in secondo luogo gli interventi dovrebbero non tanto curare gli effetti delle crisi ma anticiparli e scongiurarli, allontanando quelle decisioni prese esclusivamente sull'onda degli isterismi momentanei, che, il più delle volte, tendono a peggiorare la situazione.

Per ciò che concerne gli strumenti derivati, è necessario che il legislatore tenga presente la duplice natura peculiare a questa tipologia di investimenti, razionalizzando il mercato in maniera da evitare una differenza così netta fra finanza ed economia reale. Non sembra altresì ipotizzabile delle manovre che

vietino del tutto la contrattazione di tali strumenti, ricordando l'utilità degli stessi nella razionalizzazione dei mercati.

Bibliografia

Testi:

Anna Pavord - The Tulip.

Associazione Disiano Preite - Il diritto delle società – **Il Mulino, 2006.**

Carlo Viviani - Politica economica europea - **Luiss edizioni.**

Francesco Capriglione - L'ordinamento finanziario italiano – **Cedam, 2006.**

J. McMillan - Reinventing the bazaar: a natural history of markets - **W.W. Norton, 2002.**

John C.Hull - Opzioni, Futures e altri derivati - **Pearson Educational Italia S.r.l.2006.**

Joseph Stiglitz - In un mondo imperfetto – **Donzelli, 2001.**

Leeson, Nicholas William; Edward Whitley - Rogue Trader: How I Brought down Barings Bank and Shook the Financial World - **Little Boston, 1996.**

Merton Miller – Derivatives - **Wiley Investment 1997.**

Mike Dash - Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions It Aroused.

William Fowler - Ten years of Wall Street – **University of Michigan.**

Riviste ed articoli:

Andrea Zordo - La gestione del rischio di credito. Sviluppo ed applicazione degli strumenti derivati sul credito - **Alea Tech report.**

Enrico Cavalieri - Una riflessione sulle cause e sulla responsabilità della crisi globale - **Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione Capriglione.**

Financial Times - L'ingolfo cartaceo dei derivati del credito può causare la resa dei conti - 30 settembre 2005.

Gerardo Coco - Derivati, speculazione, e verità - **Istituto Bruno Leoni.**

Il Sole24ore - Boccata d'ossigeno in attesa della fiducia” – 18 agosto 2007

Il Sole24ore - Acqui Terme non paga più – 18 aprile 2009.

Il Sole24ore - Derivati ed enti locali prigionieri dei tassi a lungo termine – 3 febbraio 2009.

Il Sole24ore - Derivati negli enti pubblici – 30 ottobre 2009.

Il Sole24ore - Il vero prezzo del petrolio? 80 dollari al barile(senza speculazione)”- 22 luglio 2008

Movisol - Verso un nuovo grippaggio dei derivati sul credito”- 1 ottobre 2005.

Neue Zeuerche Zeitung - Il ticchettio della bomba nei prodotti creditizi strutturati - 19 maggio 2005.

The Economist - Measuring the measurers “ – 31 maggio 2007.

The New York Street Journal - Being kept in the dark of Wall Street

Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blackman, Kevin Cheng - Riding a wave – **Financial and Developments.**

Work papers e report:.

6ª Commissione Finanza e Tesoro del Senato - Indagine conoscitiva sulla crisi finanziaria internazionale e sui suoi effetti sull'economia italiana - 21 ottobre 2008.

Alessandro Ortis - Relazione annuale Autorità per l'energia elettrica ed il gas

Banca dei regolamenti internazionali - Annual Report 2008

Banca dei regolamenti internazionali - OTC derivatives market activity in the second half of 2008 – **Monetary and economic departement, maggio 2009**

Banca dei regolamenti internazionali - Triennial Central Bank Survey, 2004/2007.

Commodity Futures Trading Commission - CFTC Charges Optiver Holding BV, Two Subsidiaries, and High-Ranking Employees with Manipulation of NYMEX Crude Oil, Heating Oil, and Gasoline Futures Contracts - 24 luglio 2008.

Corte dei Conti, sezioni delle Autonomie – Provincie Italiane, andamenti finanziari 2007, con aggiornamenti su dati di cassa 2008.

Daniele Franco - Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni. – **Audizione del capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, 8 luglio 2009.**

Elijah Brewer III, E. Jackson III e James T. Moser - The value of using interest rate derivatives to manage risk at U.S. banking organizations - **Federal Reserve of Chicago**

FAO - The State of agriculture commodity market, 2009

Federal Reserve Board - Does speculation affect spot price levels? The case of metal with and without futures markets” – **Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, luglio 2009**

Francesco Maria Frasca – Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati - **Camera dei Deputati, audizione informale VI Commissione Finanza, 16 dicembre 2004.**

Giuseppe Ferrero ed Andrea Nobili - I rendimenti dei contratti future sui tassi d'interesse a breve termine quali indicatori della politica monetaria - **Working Paper Banca d'Italia, giugno 2008.**

OCC - Report 2 quarterly 2009.

OPEC - Annual Report 2008.

Sally Davies - Cross boarder derivatives exposure: How global are derivatives markets? – Banca dei regolamenti internazionali, 2008.

Sitografia

www.bancaditalia.it

www.bri.org

www.camera.it

www.europarl.europa.eu

www.federalreserve.org

www.financialstabilityboard.org

www.senato.it

