



CAPIRE LA FINANZA

I derivati

Indice

Introduzione

1. Cosa sono i derivati

1.1 Tipi di strumenti derivati

2. Il mercato dei derivati

2.1 Le dimensioni e i trend internazionali

2.2 I derivati scambiati nei mercati regolamentati

2.3 I derivati scambiati Over the Counter

3. Derivati e speculazione

3.1 “La coda che scodinzola il cane”

3.2. Derivati e effetto leva

Box Come guadagnano gli intermediari finanziari

4. Il ruolo dei derivati nella crisi finanziaria

5. I derivati in Italia

5.1. I derivati e gli enti pubblici italiani

5.1.1. L'origine del fenomeno

5.1.2. Una truffa senza eguali?

5.1.3. Il processo di Milano

5.2. I derivati e le piccole e medie imprese italiane

6. I fondi hedge

6.1 I rischi dei fondi hedge

Box LTCM il fondo dei premi nobel

7. Proposte di regolamentazione

Bibliografia

Acronimi

Siti internet

Scheda a cura di

Andrea Baranes

CRBM/ Fondazione

Culturale Responsabilità

Etica

Mauro Meggiolaro

Merian Research/

Fondazione Culturale

Responsabilità Etica

Matteo Cavallito

Valori

Testi chiusi il 04/09/2010

I derivati

Introduzione

L'esempio classico per spiegare il funzionamento di un derivato è quello delle navi inglesi che, nei secoli scorsi, seguivano la via delle Indie per acquistare e commerciare spezie. Il commercio poteva portare enormi profitti, ma era anche molto rischioso, considerato che i proprietari delle navi dovevano fare fronte ai pericoli delle traversate in mare aperto, dei pirati e di altra natura.

Per assicurarsi contro tali rischi, alcuni armatori iniziarono a vendere il loro carico di spezie prima ancora della partenza della nave, a un prezzo fortemente scontato. Chi acquistava in questo modo le spezie poteva quindi realizzare un profitto qualora la nave fosse rientrata, ma si assumeva anche i rischi connessi al viaggio.

Mettiamo che, qualche tempo dopo la partenza della nave, giunga la notizia di una tempesta nell'Oceano Indiano. Chi aveva acquistato il carico di spezie in anticipo vede ora aumentare il rischio di perdere tutto. Ecco allora che può provare a rivendere a sua volta il diritto ad avere il carico di spezie all'eventuale ritorno della nave a un soggetto terzo, a un prezzo ulteriormente scontato. Dopo pochi giorni, si viene a sapere che la nave ha superato la tempesta, e sta rientrando con le spezie senza problemi. L'ultimo acquirente del diritto di proprietà su queste spezie può adesso aspettare il rientro della nave, oppure rivendere a sua volta tale diritto a qualcun altro, a un prezzo notevolmente più alto, e realizzando in questo modo un profitto senza avere mai comprato, venduto e nemmeno

visto una spezia.

Seguendo l'esempio possiamo dire che il derivato serve a trasferire i rischi tra investitori e, in questo modo, a consentire agli armatori di organizzare un maggior numero di spedizioni. Lo speculatore consente di finanziare le spedizioni marinare e, in questo senso, è un notevole strumento di supporto agli scambi commerciali.

In pratica il titolo che da diritto ad acquistare a una data futura delle spezie a un prezzo prefissato, ovvero lo strumento derivato sulle spezie, ha quindi una "vita propria", e viene acquistato, venduto e scambiato come un qualsiasi altro bene. Nasce il mercato dei derivati.

I derivati sono titoli finanziari il cui valore "deriva" da quello di un qualsiasi altro titolo, bene materiale, valuta o altro derivato, detto "sottostante".

1. Cosa sono i Derivati

I derivati sono titoli finanziari il cui valore è basato su ("deriva" da) quello di un qualsiasi altro titolo o bene detto "sottostante". Questo sottostante può essere un bene materiale, un titolo finanziario, una valuta, o anche un altro prodotto derivato.

Negli ultimi anni sono stati proposti prodotti derivati su praticamente qualunque attività e prodotto sottostante, dalle materie agricole a quelle minerarie, dai titoli alle valute, dai tassi di interesse fino ad arrivare ad altri prodotti derivati che fungono da sottostante per derivati di "secondo livello", e via scorrendo.

E' oggi possibile acquistare dei derivati per assicurarsi contro il rischio di eventi naturali, ad esempio legati al fatto che ci sarà o meno una grandinata o una siccità in una data regione. A maggio 2010, alcune banche d'affa-



ri negli Usa avrebbero proposto il lancio di un prodotto derivato sui biglietti di cinema venduti negli Usa! Secondo i promotori, tali strumenti permetterebbero alle sale cinematografiche di “assicurarsi” nel caso che un particolare film attraesse meno spettatori del previsto. I gestori di sale avrebbero rifiutato tali strumenti bollandoli come inutili. Una conferma che, da una parte è oggi sempre più difficile distinguere il limite tra copertura dei rischi e scommessa a carattere speculativo, e, dall'altra, che i prodotti derivati sono oggi concepiti, gestiti e negoziati quasi solo da attori finanziari, e sempre meno da chi ha un reale interesse nell'attività sottostante.

1.1 Tipi di strumenti derivati

Esistono diversi tipi di prodotti derivati. Una prima distinzione permette di suddividerli in due grandi categorie. Da una parte ci sono gli strumenti standardizzati, ovvero con alcune caratteristiche ben precise, scambiati sui mercati regolamentati e soggetti a normative ben definite. Dall'altra parte ci sono gli strumenti derivati negoziati direttamente tra due parti, senza passare da un mercato finanziario regolamentato. Tali derivati sono in particolare quelli che non sono standardizzati, ma sono realizzati su misura per rispondere a precise richieste dell'acquirente, in termini di tipo e quantità del sottostante, scadenze temporali, condizioni previste dal contratto, o per qualunque altra caratteristica. Questa seconda categoria di derivati è solitamente indicata con il nome Over The Counter o OTC¹.

¹ La traduzione letterale di Over The Counter è “sopra il bancone”, ad indicare come tali prodotti non siano negoziati sui mercati regolamentati ma direttamente tra due parti in causa, e in particolare da un acquirente che tratta con un responsabile di un ente

Caratteristiche degli strumenti derivati

Gli strumenti derivati si possono distinguere per **AMBITO DI CONTRATTAZIONE**

- a) Derivati Standardizzati: scambiati su mercati regolamentati e soggetti a normative
- b) Derivati Over the Counter (Fuori Borsa): contrattati direttamente fra le parti interessate senza passare dal mercato regolamentato.

TIPOLOGIA

- a) Future: le due parti che sottoscrivono il contratto derivato si impegnano a scambiarsi alla scadenza il sottostante
- b) Opzioni: l'acquirente può decidere alla scadenza se esercitare il contratto e acquistare (opzione call) o vendere (opzione put) il sottostante
- c) Swap: le due parti si impegnano a scambiarsi alla scadenza del contratto il sottostante, solitamente flussi di cassa.
- d) Esistono diverse altre tipologie di derivati (warrant, forward rate agreement e altri) con caratteristiche particolari. Questi strumenti sono meno diffusi di quelli evidenziati in precedenza.

Al di là della distinzione tra derivati regolamentati e Over The Counter, è possibile identificare diverse tipologie di contratto derivato. Le principali sono:

- i **future** sono contratti a termine con i quali il compratore e il venditore si impegnano a scambiarsi una data quantità di un prodotto ad un prezzo entro una data futura prefissata.

finanziario dietro il bancone dello sportello. A volte vengono indicati dalla stampa italiana come “derivati fuori borsa”.



Esempio 1: Comprando un future a sei mesi sul cotone, mi impegno con la controparte ad acquistare, tra sei mesi, questo cotone a un prezzo deciso al momento della sottoscrizione del contratto, mettiamo 100.

Se alla scadenza dei sei mesi il prezzo del cotone sui mercati è 110, il future mi permette di comprarlo comunque a 100.

Rivendendo immediatamente al prezzo di mercato (110) realizzo un profitto di 10. Se alla scadenza del contratto il cotone è invece quotato 90, avrò invece subito una perdita.

- le **options**: se i future obbligano acquirente e venditore del derivato a scambiarsi a scadenza il sottostante, le opzioni danno all'acquirente la possibilità di decidere se esercitare o meno, alla scadenza, il contratto derivato.

Esempio 2: Nell'esempio riportato sopra, se invece del future il contratto fosse stato un'opzione, l'acquirente eserciterà il derivato se alla scadenza il prezzo del cotone sui mercati è superiore a 100, rinuncerà a tale diritto se è inferiore (in questo esempio, per semplificare si trascurano le commissioni e gli altri costi connessi con l'acquisto del derivato. Più avanti riprenderemo l'esempio con maggiore dettaglio).

Le opzioni possono dare sia la possibilità di acquistare (opzioni call) sia di vendere (opzioni put) il dato prodotto o titolo sottostante.

- **gli swap**: questi strumenti permettono a due parti di scambiarsi flussi di cassa nel tempo. Nell'accordo di swap vengono stabilite le date in cui i pagamenti verranno effettuati e il

modo in cui saranno calcolati.

Chiariamo anche qui con un esempio.

Esempio 3: Grazie a uno swap un soggetto "A" può acquistare un titolo di Stato a tasso variabile e corrispondere gli interessi che percepisce a un soggetto "B". "B", a sua volta, acquista un bond a tasso fisso, percepisce gli interessi variabili di A e gli gira gli interessi a tasso fisso. Questa struttura (chiamata IRS, cioè interest rate swap) può essere utile per difendersi da fluttuazioni di mercato o gestire fondi comuni.

Ovviamente sui moderni mercati finanziari non avviene praticamente mai uno scambio diretto tra due ditte. Un intermediario finanziario mi vende uno swap sui tassi di cambio euro – dollaro, senza che io debba preoccuparmi dell'eventuale esistenza di una ditta negli Usa che necessiti di uno strumento speculare.

Gli swap più diffusi sono quelli tra tasso fisso e tasso variabile.

Esempio 4: Se ho un debito (un mutuo o altro) a tasso variabile, ma temo per le fluttuazioni dei tassi, posso cercare una controparte che abbia un debito di analogo importo ma a tasso fisso, e che voglia al contrario passare al tasso variabile. Anche in questo caso, l'intermediario che mi propone lo swap sui tassi di interesse (Interest Rate Swap) è un'impresa finanziaria specializzata.

Al di là di queste tipologie (future, opzioni, swap) esistono diversi altri tipi di derivati (forward, warrant, covered warrant, e altri). Ognuno di questi strumenti ha sue caratteristiche e utilizzi particolari, ma il meccanismo



di base rimane simile: scambiarsi o vendere a una data futura un sottostante il cui valore è stato determinato al momento della firma del contratto sul derivato.

2. Il mercato dei derivati

2.1 Le dimensioni e i trend internazionali

Le negoziazioni in strumenti derivati sono aumentate in modo considerevole negli ultimi dieci anni. Per capire come si sono evoluti i mercati internazionali dei derivati si può fare riferimento alle statistiche pubblicate dalla BIS, Bank for International Settlements (Banca dei Regolamenti Internazionali) di Basilea, la più antica istituzione finanziaria internazionale².

Le statistiche della BIS riguardano:

- i derivati che si scambiano all'interno di mercati regolamentati con contratti standardizzati (exchange traded derivatives);

- i derivati scambiati "over the counter" (OTC), fuori dai mercati regolamentati, attraverso negoziazioni private tra due controparti (in genere una banca/un fondo hedge e un investitore).

Le statistiche relative al primo tipo di derivati sono disponibili dal 1986, con cadenza trime-

strale, sul sito della BIS per tutti i Paesi del mondo, in quanto si riferiscono a scambi che si effettuano su mercati pubblici e trasparenti.

I dati sugli scambi di derivati OTC possono essere invece consultati solo ogni sei mesi (a partire dal 1998) per i Paesi del G10³ e ogni tre anni per tutti i Paesi, grazie alla rielaborazione dei dati che la BIS raccoglie dalle banche centrali, che a loro volta li ottengono dalle singole banche (che organizzano al loro interno mercati "over the counter" o "fuori borsa").

2.2 I derivati scambiati nei mercati regolamentati

I prodotti finanziari derivati che si scambiano sui mercati regolamentati (borse) sono essenzialmente i "futures" e le "opzioni".

Come si vede nelle tabelle 1. e 2. (pp 6-7), tratte dal rapporto trimestrale della BIS, alla fine del 2009 il fatturato annuo totale dei futures trattati in borsa a livello globale era di 1.126.152,1 miliardi di dollari. Quello delle opzioni ammontava invece a 533.744 miliardi di dollari con un totale, per le due tipologie di derivati, di 1.659.896,1 miliardi di dollari. Infine la somma degli "amounts outstanding", e quindi il valore complessivo degli strumenti sottostanti (merci, titoli, ecc..) era di 81.671,8 miliardi di dollari (24.764,7 i futures, 56.907,1 le opzioni).

Il mercato dei derivati è slegato dall'economia reale, vive di propri ritmi, contrattazioni e operatori il cui unico fine è la massimizzazione del profitto nel breve termine.

² Fondata nel 1930, la BIS ha lo scopo di promuovere la cooperazione tra le Banche Centrali (che la controllano), sia come centro di ricerca economica e monetaria, sia come vera e propria controparte delle banche centrali in una serie di transazioni finanziarie internazionali.

³ Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera



Emerge dunque che il valore delle posizioni aperte in futures e opzioni è sceso sensibilmente nel 2008, a causa della crisi finanziaria, per poi tornare a salire nel 2009, riporandosi ai livelli pre-crisi.

Se si confrontano i dati del 2010 con quelli del 1998 (Tab 3, p 8) si può vedere che, nel giugno del 1998, il valore complessivo degli strumenti

Tabella 1. Strumenti finanziari derivati contrattati in mercati aperti e organizzati (borse).
Volume dei futures

Table 23A: Derivative financial instruments traded on organised exchanges										
By instrument and location										
Notional principal in billions of US dollars										
Instrument / location	Amounts outstanding				2008		2009		Turnover	
	Dec 2007	Dec 2008	Dec 2009	Mar 2010	2008	2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010
Futures										
All markets	28,028.1	19,478.0	21,757.2	24,764.7	1,543,720.3	1,126,152.1	286,950.7	290,863.9	307,332.2	346,432.1
Interest rate	26,769.6	18,732.3	20,627.7	23,529.3	1,392,566.9	1,016,370.9	260,770.4	261,553.2	276,220.8	313,376.7
Currency	158.5	95.2	164.2	195.3	24,389.6	24,217.7	5,489.2	6,655.0	7,679.3	8,410.7
Equity index	1,100.0	650.5	965.3	1,040.0	126,763.8	85,563.5	20,691.0	22,655.7	23,432.0	24,644.7
North America	14,466.6	10,137.0	10,718.6	12,774.0	847,400.0	596,983.6	154,725.9	156,735.9	156,158.4	177,608.3
Interest rate	13,844.1	9,818.8	10,284.9	12,282.5	774,439.1	543,950.8	141,687.8	142,385.1	140,942.3	161,036.8
Currency	101.4	59.9	89.2	116.9	20,854.6	19,593.9	4,283.3	5,333.6	6,235.5	6,784.9
Equity index	521.1	258.3	344.5	374.5	52,106.3	35,438.9	8,754.7	9,017.3	8,980.6	9,786.5
Europe	9,012.4	6,506.3	8,053.5	8,618.9	590,755.3	449,387.6	113,022.1	113,426.4	129,012.4	144,902.4
Interest rate	8,639.5	6,252.3	7,608.7	8,132.8	543,670.8	420,030.6	106,228.9	105,566.5	120,603.5	136,213.6
Currency	5.7	5.3	2.7	1.9	157.7	78.8	18.1	21.8	20.7	19.1
Equity index	367.2	248.8	442.0	484.1	46,926.7	29,278.2	6,775.2	7,838.1	8,388.1	8,669.7
Asia and Pacific	3,943.3	2,466.5	2,446.6	2,660.3	89,259.5	64,708.3	15,874.8	17,469.8	18,573.1	18,648.0
Interest rate	3,745.5	2,327.1	2,250.6	2,460.9	63,811.5	43,808.5	10,599.2	11,532.4	12,544.8	12,317.5
Currency	23.7	7.9	48.0	51.2	353.5	2,135.5	556.0	691.7	760.2	876.8
Equity index	174.0	131.5	148.1	148.2	25,094.5	18,764.3	4,719.6	5,245.7	5,268.1	5,453.7
Other Markets	605.8	368.1	538.5	711.5	16,305.5	13,072.5	3,327.8	3,231.8	3,588.3	5,273.4
Interest rate	540.5	334.0	483.5	653.1	10,645.5	8,580.9	2,254.5	2,069.2	2,130.3	3,808.7
Currency	27.7	22.2	24.3	25.3	3,023.7	2,409.5	631.8	608.0	662.8	729.9
Equity index	37.7	11.9	30.7	33.1	2,636.3	2,082.1	441.5	554.6	795.2	734.8

(Fonte: BIS Quarterly Review, Giugno 2010)

sottostanti i futures era pari a 9.258,8 miliardi di dollari, mentre per le opzioni il dato si assestava intorno ai 5.000 miliardi di dollari. In tutto il valore complessivo dei sottostanti era di poco superiore ai 14.000 miliardi di dollari (quasi sei volte in meno rispetto al 2010!).

Il fatturato totale dei derivati (opzioni e futures) contrattati sui mercati regolamentati alla

fine del 1997 era pari a 356.749,7 miliardi di dollari (294.423,4 i futures e 62.326,3 le opzioni): quasi cinque volte in meno del 2010. Dalla fine del 1997 ad oggi il mercato dei derivati scambiati in borsa, in termini di fatturato, è quasi quintuplicato, mentre in termini di valore complessivo dei sottostanti è aumentato di ben sei volte.



Tabella 2. Strumenti finanziari derivati contrattati in mercati aperti e organizzati (borse).
Volume delle opzioni

Options										
All markets	51,038.4	38,237.3	51,382.8	56,907.1	664,829.7	533,744.0	138,152.9	133,883.3	137,184.4	168,026.8
Interest rate	44,281.7	33,978.8	46,428.7	51,352.9	526,633.0	434,603.7	115,602.0	106,308.0	106,519.5	136,695.8
Currency	132.7	129.3	147.3	205.7	2,781.8	1,980.3	468.7	518.6	581.7	789.9
Equity index	6,624.0	4,129.1	4,806.8	5,348.5	135,414.9	97,160.0	22,182.2	27,056.7	30,083.1	30,541.0
North America	28,023.7	19,533.4	23,874.9	25,106.5	322,363.5	216,390.4	57,210.7	56,289.2	55,216.3	59,334.4
Interest rate	25,084.1	17,788.9	21,817.7	22,604.0	275,452.6	188,438.5	50,809.0	49,124.1	47,042.9	50,290.1
Currency	57.1	45.0	65.3	82.9	898.5	657.5	143.9	141.7	220.5	318.1
Equity index	2,882.5	1,699.5	1,991.9	2,419.6	46,012.5	27,294.4	6,257.8	7,023.4	7,952.9	8,726.2
Europe	21,554.3	18,115.7	26,322.6	30,290.6	276,005.8	258,556.9	66,896.3	60,888.4	62,931.9	88,847.5
Interest rate	18,109.7	15,879.5	23,905.0	27,806.4	245,599.2	240,483.9	63,067.7	55,682.7	57,814.9	84,048.2
Currency	1.0	0.6	0.3	0.3	6.6	7.7	1.8	1.7	2.0	1.4
Equity index	3,443.6	2,235.6	2,417.2	2,483.9	30,400.0	18,065.4	3,826.8	5,204.0	5,115.1	4,797.8
Asia and Pacific	1,020.7	219.4	310.4	388.0	60,095.1	52,751.4	12,494.1	15,042.1	17,234.5	16,998.8
Interest rate	791.1	83.8	7.2	9.8	3,902.6	2,825.0	828.2	759.2	763.6	558.4
Currency	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equity index	229.6	135.6	303.3	378.2	56,192.4	49,926.4	11,665.9	14,283.0	16,470.9	16,440.4
Other Markets	439.7	388.7	874.9	1,122.0	6,365.3	6,045.3	1,551.8	1,663.6	1,801.7	2,846.1
Interest rate	296.7	226.6	698.9	932.7	1,678.7	2,856.4	797.1	742.0	898.1	1,799.1
Currency	74.7	83.7	81.7	122.5	1,876.7	1,315.1	323.0	375.3	359.3	470.4
Equity index	68.3	58.5	94.4	66.8	2,810.0	1,873.8	431.7	546.4	544.3	576.6

(Fonte: BIS Quarterly Review, Giugno 2010)

Tabella 3. Strumenti finanziari derivati contrattati in mercati aperti e organizzati (borse).
Volume dei futures (Fonte: BIS Quarterly Review, Novembre 1998)

INSTRUMENTS/LOCATION	AMOUNTS OUTSTANDING				TURNOVER						
	1996 Dec.	1997 Dec.	1998 March	1998 June	1996 Year	1997 Year	1997 Q2	1997 Q3	1997 Q4	1998 Q1	1998 Q2
FUTURES											
All Markets	6,177.4	7,757.7	8,643.5	9,258.8	269,474.8	294,423.4	76,025.3	74,186.1	76,054.6	82,215.6	78,879.5
OPTIONS											
all Markets	3,702.2	4,449.6	4,894.9	4,997.6	52,053.5	62,053.3	15,965.5	14,664.9	16,630.5	14,986.8	14,785.3

(Fonte: BIS Quarterly Review, Novembre 1998)



2.3 I derivati scambiati Over the Counter

I derivati scambiati nei mercati regolamentati analizzati nel paragrafo precedente rappresentano ormai solo una porzione marginale del mercato globale delle contrattazioni in derivati. Oggi buona parte dei derivati viene infatti scambiata “*over the counter*” ovvero fuori dalle borse regolamentate.

Come si vede nella figura 1., elaborata sulla base di dati della BIS e pubblicata dal settimanale inglese *The Economist*, il valore nazionale dei derivati scambiati fuori borsa o “*over the counter*” (OTC), e cioè il valore complessivo degli strumenti sottostanti, era pari a 604.600 miliardi di dollari alla fine del 2009, quasi dieci volte di più rispetto al valore nazionale totale dei derivati scambiati in borse trasparenti e regolamentate.

Il grafico dell’*Economist* evidenzia altri tre dati:

- dopo aver raggiunto il livello massimo nel 2008 (683.800 miliardi di euro), il nozionale complessivo dei derivati OTC è sceso nel 2009 (del 12% circa), in seguito alla crisi, anche se non c’è stato un crollo e, anzi, i dati del 2010 segnalano una ripresa dei volumi;

- il nozionale complessivo dei derivati trattati su borse trasparenti e regolamentate è sceso progressivamente negli ultimi tre anni (dal 2007 al 2009 si è in pratica dimezzato), mentre è salito progressivamente il nozionale dei derivati *over the counter*;

- il volume degli scambi in strumenti derivati (OTC e *exchange traded*) è di gran lunga superiore al volume degli scambi di azioni e obbligazioni nelle borse di tutto il mondo.

Considerato che, secondo i dati diffusi dalla CIA⁴, il prodotto interno lordo mondiale, e cioè la somma di tutto ciò che viene prodotto nel mondo (merci, servizi, commercio, ecc..) è pari a circa 65.610 miliardi di dollari (circa 52,5 miliardi di euro), si può capire come il volume di derivati *over the counter* scambiati in tutti i mercati del mondo sia pari a circa 11,5 volte la produzione mondiale di beni e servizi. In pratica è come se, sopra alla terra, fatta di materie prime, alimentari, servizi, scambi commerciali, ci fossero 11,5 pianeti di carta, fatti di prodotti finanziari derivati OTC, negoziati in assoluta mancanza di trasparenza.

Stando ai dati della BIS (Tabella 4), nel 1998 c’era solo poco più di un “pianeta” costituito da derivati OTC (72.143 miliardi di dollari). Ciò significa che la bolla finanziaria dei derivati negoziati fuori borsa si è gonfiata a dismisura solo negli ultimi dodici anni. Dodici anni che hanno cambiato il modo di intendere l’economia e i suoi rapporti con la finanza.

Ma cosa sono i derivati OTC? Cosa nascondono? Su cosa scommettono?

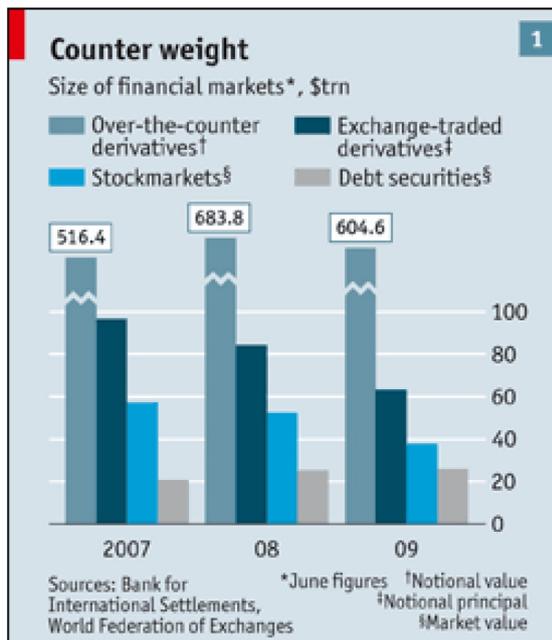
Ancora una volta ci vengono in soccorso i dati della BIS, rielaborati dai grafici dell’*Economist*. Come si vede nella figura 2., i derivati scambiati fuori borsa, in transazioni private, nell’assoluta mancanza di trasparenza, sono principalmente di tre tipi:

- **foreign exchange derivatives:** derivati nati per coprirsi dalle fluttuazioni nei mercati dei cambi. In genere si tratta di *currency swap* o opzioni sulle valute. I *currency swap* sono contratti stipulati fra due controparti che si scambiano nel tempo flussi di pagamenti (in genere interessi su crediti) denominati in due diverse valute.

⁴ CIA World Factbook, 2007, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>



Figura 1. Strumenti finanziari derivati OTC, scambiati nelle borse regolamentate confrontati tra di loro e con il volume degli scambi nelle borse e nei mercati obbligazionari



(Fonte: Economist, Novembre 2009, elaborazioni su dati BIS)

Esempio 5: Se sto pagando mensilmente interessi in euro su un prestito da 100.000 euro, con un currency swap posso per esempio scegliere di scambiare il mio pagamento con un altro soggetto che, su un credito equivalente in dollari, paga interessi in dollari. In questo caso se il dollaro salirà nei confronti dell'euro pagherò più interessi rispetto a prima, ma se il dollaro scenderà (come prevedo al momento della stipula del contratto di swap) dovrò pagare meno interessi.

- **interest rate derivatives:** i più comuni sono

i cosiddetti interest rate swaps (IRS). Un IRS “plain vanilla” (standard) permette di scambiare un finanziamento a tasso fisso con un finanziamento equivalente a tasso variabile.

Esempio 6: se parto da un tasso fisso e passo a un tasso variabile e poi i tassi scendono grazie allo swap pagherò meno interessi, se invece i tassi salgono ne pagherò di più. Il contrario succederà alla mia controparte che, con lo swap, mi ha ceduto il suo finanziamento a tasso variabile per prendersi il mio a tasso fisso.

- **credit derivatives:** o Credit Default Swaps (o CDS, che si sono diffusi negli ultimi anni: nel 1998 la BIS non ne parlava, vedi Tabella 4.), contratti derivati che permettono di proteggersi contro il fallimento di un soggetto terzo, come una società che emette obbligazioni.

Esempio 7: Se compro un CDS su General Motors (GM), pago una certa somma alla controparte che me lo vende e, in cambio, se General Motors fallisce e non è in grado di onorare i suoi debiti, ottengo una compensazione. I CDS sono spesso stati paragonati a una forma di assicurazione: si paga un premio e ci si “assicura” contro il fallimento di un’impresa. A differenza di un’assicurazione, però, i CDS permettono di ottenere compensazioni anche se non si detengono titoli obbligazionari dell’impresa nei confronti della quale ci si assicura. In pratica posso proteggermi dal rischio che General Motors fallisca semplicemente a fini speculativi: per essere poi risarcito (anche se non ho in portafoglio titoli di General Motors) o per vendere il contratto CDS su General Motors a altri investitori man mano che la situazione in GM peggiora (e, quindi, man mano che il prezzo del CDS che ho



Tabella 4. Strumenti finanziari derivati OTC, volume dei nozionali: confronto tra il 1995 e il 1998.

OTC derivatives market positions¹		
In billions of US dollars		
Notional amounts outstanding		
Category	End-March 1995	End-June 1998
Foreign exchange contracts	13,095	22,055
Outright forwards and forex swaps	8,699	14,658
Currency swaps	1,957	2,324
Options	2,379	5,040
Other	61	33
Interest rate contracts	26,645	48,124
FRA's	4,597	6,602
Swaps	18,283	32,942
Options	3,548	8,528
Other	216	52
Other contracts² and gaps in reporting	7,790	1,964
Total derivatives contracts	47,530	72,143

(Fonte: BIS, Maggio 1998, Central bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity)

comprato aumenta).

Secondo diversi analisti, questa forma di assicurazione contro un evento terzo contiene un enorme rischio intrinseco. Il principio del CDS viene paragonato a stipulare un'assicurazione nel caso in cui la casa del vicino vada a fuoco. Se qualcuno appiccasse il fuoco alla casa, io avrei solo da guadagnarci... Per questo nell'economia "reale" non è possibile assicurare beni di cui non abbiamo la proprietà. Anche se non ci fosse la malafede, nel migliore dei casi questa sarebbe una scommessa da gioco d'azzardo, non una polizza assicurativa.

La moderna ingegneria finanziaria, al contrario, ne dà la possibilità. Nei primi mesi del 2010 si sono moltiplicati i CDS riguardanti un

possibile default della Grecia. Comprò questo CDS e spero di guadagnare non solo se lo stato greco fallisce, ma semplicemente se aumentano le voci di un possibile fallimento. In questo caso infatti c'è una maggiore percezione del rischio, il valore del CDS aumenta e io posso rivenderlo guadagnando. Considerato l'ammontare di CDS che circolano negli ultimi anni, e in particolare di quelli riguardanti il Paese ellenico negli ultimi mesi, ecco allora che ci sono interessi enormi in gioco. Potrebbe bastare un articolo ben piazzato in un autorevole giornale finanziario per allarmare mercati e investitori, facendo schizzare il valore dei CDS e garantendomi un lauto profitto. Poco importa se questo può poi avere conseguenze nefaste per il Paese stesso e per la sua popolazione. Nel paragrafo successivo, vedremo altri esempi di come i prodotti deri-



vati si prestino particolarmente bene a questi fini speculativi.

Come si vede nella Figura 2, i derivati OTC sono soprattutto contratti derivati sui tassi di interesse, anche se negli ultimi tre anni il peso dei Credit Default Swaps è progressivamente aumentato, a causa dei rischi maggiori di fallimento di imprese e stati (dovuti alla crisi finanziaria), ma anche a causa della crescente speculazione sui CDS, che permettono di scommettere sui default aziendali senza essere direttamente esposti ai rischi di default.

3. Derivati e speculazione

3.1. “La coda che scodinzola il cane”

I derivati sono nati come strumenti di copertura dei rischi commerciali, ma sono anche soggetti a una forte spinta speculativa. Permettono infatti di scommettere sull'andamento futuro di un dato prodotto o titolo finanziario, sperando poi che il mercato vada come previsto.

E' importante notare che il valore del derivato dipende ovviamente dall'andamento del sottostante, ma è legato anche a molti altri fattori.

Esempio 8: Io compro un future che mi da la possibilità di acquistare un certo quantitativo di petrolio tra tre mesi. Se in questo lasso di tempo aumenta la richiesta di petrolio sui mercati, il valore del mio contratto derivato tenderà a salire, visto che mi permette di comprarlo in una data futura a un prezzo calcolato sul valore odierno. Nello stesso momento, però, il valore del mio contratto derivato può aumentare o diminuire in ragione di

molti altri fattori: l'andamento generale dei mercati, la quantità di altri derivati che stanno circolando e il loro prezzo, le previsioni sulla produzione e il consumo di petrolio per il futuro, e via discorrendo. Alcuni di questi fattori rimangono legati al mercato del petrolio, altri lo sono molto meno.

Il prezzo del derivato che ho acquistato ha quindi un proprio andamento. Se, nel corso dei tre mesi, trovo che il valore del derivato – non del petrolio! – sui mercati è salito a sufficienza, posso rivendere il mio contratto prima della scadenza.

Figura 2. Strumenti finanziari derivati OTC per tipologia dal 2006 al 2009



(Fonte: Economist, Novembre 2009, elaborazioni su dati BIS)



Come nell'esempio fatto in apertura, il titolare del diritto ad avere le spezie al rientro della nave poteva rivendere tale diritto nel momento più opportuno, senza avere mai visto una spezia in vita sua. E' quello che avviene oggi sui mercati finanziari.

Chi opera con intenti speculativi non tiene quasi mai il prodotto derivato fino a scadenza e non esercita quasi mai il diritto o l'opzione all'acquisto del sottostante. Anzi, nella gran parte dei casi, chi acquista un derivato sul petrolio, le spezie o il fallimento della Grecia, non ha alcun interesse né attività nel settore corrispondente.

In altre parole il mercato dei derivati è sempre più slegato dall'economia reale e vive di propri ritmi, contrattazioni e operatori il cui unico fine è la massimizzazione del profitto nel breve termine. E' però necessario considerare il rovescio della medaglia.

Il mercato dei derivati ha assunto dimensioni tali da influenzare quello del sottostante. Per tornare all'esempio precedente, il mercato dei derivati sul petrolio interessa quotidianamente somme gigantesche. Sono sempre di più le materie prime agricole o minerarie per le quali il valore del mercato dei derivati è anche di ordini di grandezza superiore a quello delle materie prime stesse. Se esistono scommesse per somme enormi su quale sarà il prezzo futuro del barile di petrolio, di una tonnellata di grano, o dello scambio tra euro e dollaro, ci saranno interessi altrettanto enormi perché queste scommesse vadano in un modo piuttosto che in un altro. Gli operatori potranno allora avere interesse a fare salire o scendere il prezzo del sottostante, in modo da

influenzare quello del derivato.

E' in questo modo, che, paradossalmente, è il mercato dei derivati a condizionare quello del sottostante, e non il contrario. Si è totalmente ribaltato l'approccio originario, che vedeva nei derivati uno strumento di copertura dei rischi e di stabilizzazione dei mercati. Oggi i derivati sono uno dei principali, se non il principale fattore di volatilità e di instabilità dei mercati finanziari, e, ancora prima, dei prezzi di moltissime materie prime e valute.

In Inghilterra è stata coniata un'espressione che rende bene l'idea del completo ribaltamento della situazione sui mercati finanziari: si dice che i derivati sono the tail that wags the dog, ovvero, letteralmente, la coda che scodinzola il cane.

E' possibile realizzare scommesse su qualunque cosa, dall'andamento di un titolo o di un indice di borsa alla fluttuazione delle valute o dei tassi di cambio, al prezzo di una materia prima, a diversi altri eventi sperando poi che il mercato vada come previsto.

3.2. Derivati e effetto leva

Questo non è ancora tutto. Esiste un altro meccanismo, di fondamentale im-

portanza, che rende i prodotti derivati tanto ambiti dagli speculatori sui mercati: si tratta dell'effetto leva, o leverage, nel termine anglosassone.

I derivati permettono, con un importo molto limitato, di controllare quantità rilevanti di sottostante.

Esempio 9: Decido di speculare sul cambio euro - dollaro. Al cambio attuale, con i miei 100 euro, vado a comprare dei dollari. Spero che la fluttuazione del cambio vada come previsto, in modo che il valore dei miei dollari aumenti, per rivenderli ottenendo più dei 100 euro originari.

Posso però fare un'altra cosa: compro, a un prezzo molto più basso di 100, un future che mi dà il diritto, a scadenza, di



scambiare euro contro dollari a un prezzo fissato oggi. Se il mercato dei cambi va come spero, a scadenza esercito il derivato e ho guadagnato la stessa cifra ipotizzata nell'esempio precedente. Anzi, per quanto detto prima, fino a un certo punto mi posso disinteressare dell'andamento reale del cambio euro - dollaro. Mi basta che il valore del mio derivato aumenti, per rivenderlo nel momento più opportuno.

La differenza sostanziale tra i due casi è dettata dal principio di funzionamento per cui nel mercato del fisso devo investire il capitale; nel mercato del derivato devo versare solo il margine di garanzia (nel primo caso ho bisogno di un capitale iniziale di 100 per portare avanti la mia speculazione, nel secondo mi basta avere a disposizione la somma per acquistare il derivato in quanto lavoro con una leva finanziaria più elevata).

Si parla per questo di un "effetto leva". Con piccoli capitali è possibile scommettere su grandi quantità di sottostante. Lo stesso discorso vale infatti per la possibilità di acquistare derivati che permettono di controllare ingenti pacchetti di azioni, obbligazioni, materie prime o altro, con importi molto limitati. E' evidente che aumentano di molto, a parità di capitale iniziale disponibile, le possibilità di profitto, ma anche i rischi di ingenti perdite. Questo effetto leva può assumere dimensioni difficili da concepire, considerando che è oggi possibile negoziare dei derivati che hanno per sottostante degli altri derivati!

La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che la stragrande maggioranza delle operazioni sui derivati avvengono oggi fuori borsa o Over The Counter. Queste operazioni, realizzate al di fuori delle borse e dei suoi or-

gani di controllo, sono caratterizzate da una scarsissima regolamentazione e dalla quasi totale mancanza di trasparenza.

4. Il ruolo dei derivati nella crisi finanziaria

Si è già in parte accennato a come la crescita del mercato dei derivati abbia esasperato alcune caratteristiche negative dei mercati finanziari, contribuendo così alla crisi. Parliamo dell'aumento dei volumi di capitali che circolano quotidianamente da una parte all'altra del mondo alla sola ricerca del massimo profitto a breve termine, al di fuori di qualunque legame con l'economia reale; dell'aumento dell'instabilità e della volatilità sui mercati; dell'impatto sui prezzi delle materie prime.

Al di là di questi effetti, che si manifestano anche nel "normale" funzionamento dei mercati finanziari, i prodotti derivati hanno giocato un ruolo di primissimo piano nell'esplosione della crisi finanziaria.

La causa scatenante della crisi è legata allo scoppio della bolla dei mutui subprime negli Usa, ovvero di quei mutui concessi a chi non poteva fornire adeguate garanzie reali. Alcuni intermediari offrivano ai clienti "ninja" - acronimo per *no income, no job or asset*, ovvero nessun reddito, nessun lavoro né proprietà - la possibilità di contrarre un mutuo e di acquistare casa.

Com'è possibile che le istituzioni finanziarie statunitensi concedessero prestiti tanto rischiosi? La risposta è nello sviluppo di due tipologie di strumenti derivati e strutturati messi a punto dalla moderna ingegneria finanziaria: i CDO e i CDS.

I mutui concessi venivano “impacchettati” con diversi altri titoli di debito, obbligazioni e titoli di stato. Questi “pacchetti” sono poi stati spezzettati in blocchi di diverso rischio, e nuovamente impacchettati in altri prodotti finanziari, e in particolare in obbligazioni strutturate denominate *Collateralized Debt Obligations - CDO*⁵.

E' stato coniato il termine di “*salsicce finanziarie*” per illustrare con una metafora come pezzi di debito “avariato” siano stati mischiati ad altri e poi rivenduti sui mercati finanziari, provocando il contagio all'intera finanzia mondiale della crisi nata con la bolla dei subprime.

Dei *Credit Default Swap - CDS* si è già parlato in precedenza. Questi derivati permettono di trasferire a terzi il rischio di credito relativo a una transazione tra due parti.

Le banche e gli altri attori finanziari, tramite i CDS, si sono rivenduti l'un l'altro i rischi legati alla possibilità che cittadini statunitensi non potessero ripagare la propria rata del mutuo.

Il volume dei CDS è passato in soli sette anni, tra il 2000 e il 2007, da 2.000 a 45.000 miliardi di dollari, una cifra paragonabile al PIL dell'intero pianeta.

In pratica, grazie ai CDO e ai CDS, chi concedeva il mutuo poteva disfarsi del rischio con-

nesso, rivendendolo sui mercati finanziari. Un sistema che ha fatto venire meno uno dei pilastri su cui si regge la finanza, ovvero la correlazione tra un'operazione, il tasso di interesse atteso o richiesto e il rischio associato alla stessa operazione. Grazie ai derivati, gli intermediari finanziari erano portati a concedere sempre più mutui, a clienti sempre meno solvibili, e chiedendo sempre meno garanzie, con la sicurezza che eventuali default non li avrebbero riguardati.

I prodotti derivati garantivano alle banche anche altri vantaggi. I mutui sulla casa sono prestati di lunghissima durata, che tengono bloccate le risorse delle banche anche per decenni. Con i CDO le banche potevano diminuire il rischio di credito, liberare liquidità e fare nuovi prestiti.

Questo castello di carte è franato rovinosamente quando, con una flessione del settore immobiliare negli Usa, molti di questi clienti subprime si sono trovati a non potere più sostenere le rate di acquisto delle proprie case. Le difficoltà si sono trasferite immediatamente dal settore immobiliare a quello finanziario.

A causa di prodotti quali le CDO e i CDS e della loro mancanza di trasparenza, nessuno sapeva chi aveva nel portafogli i pezzi di “salsicce avariata”.

Già nella relazione del 2007, pubblicata prima dello scoppio della bolla dei mutui subprime, la Banca dei Regolamenti Internazionali avvertiva che: “posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che non lo sappiamo”. Si è pesantemente incrinata la fiducia sui mercati e nel

⁵ Tecnicamente, le CDO sono delle obbligazioni strutturate, ovvero che contengono degli altri strumenti finanziari derivati “annidati” all'interno dell'obbligazione (in questo caso delle opzioni). Le CDO sono obbligazioni strutturate create “assemblando” diversi pezzi di mutui e sono una tipologia particolare di asset-backed securities (ABS). Nel gergo finanziario, si definisce “collaterale” un valore o titolo posto a garanzia di un prestito. In questo caso, la garanzia sulle obbligazioni era costituita dalle rate dei mutui



Come guadagnano gli intermediari

Nel definire le opzioni, abbiamo visto che l'acquirente ha il diritto di decidere se esercitare o meno il contratto alla sua scadenza. A prima vista non si riesce quindi a capire dove possa essere la convenienza per chi vende tale strumento. Più in generale, perché i derivati hanno assunto un ruolo così centrale nella finanza moderna e dove sono i margini di guadagno degli operatori?

La prima fonte di guadagno risiede nel fatto che l'acquisto di un derivato ha un costo. Se voglio un future, un'opzione o un altro strumento derivato devo comprarlo da un intermediario finanziario. L'acquisto, la vendita e la contrattazione sono poi spesso caratterizzate da ulteriori commissioni. L'intermediario negozia moltissimi titoli. Tornando all'esempio precedente, il broker sui derivati negozierà contemporaneamente moltissime opzioni sul cotone, alcune di vendita, altre di acquisto, a differenti prezzi e con differenti scadenze. Se anche la sua posizione media porta a un pareggio, lo stesso intermediario guadagnerà su ognuno dei contratti venduti.

C'è però un aspetto ancora più importante: molto difficilmente la posizione media per una società specializzata porta a un pareggio. Sono le imprese finanziarie che offrono i derivati a strutturarli e a definirne le caratteristiche in termini di costi, scadenze, opzioni e funzionamento. Questo è vero in particolare per gli Over The Counter, non standardizzati ma disegnati su misura.

Gli strumenti proposti oggi sui mercati sono incredibilmente complicati, e possono contenere una miriade di opzioni, condizioni e parametri finanziari che li rendono di fatto incomprensibili alla stragrande maggioranza degli investitori.

In altre parole, esiste una fortissima asimmetria informativa tra il proponente o il broker finanziario da una parte e l'acquirente dall'altra. Non è esagerato affermare che nella stragrande maggioranza dei casi, il proponente di un derivato lo vende all'investitore nella quasi certezza di realizzare un guadagno.

Questo aspetto è diventato oggi centrale nel mercato dei derivati, che sono sempre più spesso proposti a piccoli risparmiatori totalmente a digiuno di competenze finanziarie, e spesso anche a loro insaputa. Con lo scoppio della crisi finanziaria, molti sottoscrittori di fondi pensione o fondi di investimento considerati "sicuri" hanno scoperto di avere perso i loro risparmi che erano stati investiti in prodotti derivati e titoli strutturati dei quali non sapevano l'esistenza.

Più in generale, il mercato dei derivati si è mosso in due direzioni apparentemente inconciliabili: da una parte vengono negoziati prodotti sempre più complicati e incomprensibili, dall'altra questi stessi prodotti vengono offerti in misura sempre maggiore a un pubblico di piccoli risparmiatori (clientela retail) o di altri investitori che non sono in grado di valutarli (vedi più avanti la questione degli enti locali in Italia).

Esistono ulteriori vantaggi per i broker che negoziano grandi quantitativi di derivati. È ad esempio possibile "fare mercato" su alcuni particolari prodotti. Se un intermediario si specializza nei derivati sul cotone e negozia un numero rilevante di derivati non regolamentati (OTC), in qualche modo questo operatore gestisce in proprio un mercato parallelo del cotone, ne influenza il prezzo e può operare sui mercati mondiali in posizione di forza. Si può comprendere quali possano essere gli impatti e le ricadute per un piccolo produttore di cotone in un Paese del Sud, per il quale il prezzo di vendita dipende dalle quotazioni sulle piazze finanziarie internazionali, totalmente al di fuori di ogni suo margine di intervento.

sistema interbancario. Le banche non si fidavano più delle garanzie delle loro omologhe, nessuno prestava più a nessun altro e i meccanismi alla base del sistema finanziario si sono inceppati. E' stato necessario un enorme intervento pubblico per soccorrere le banche in difficoltà e per garantire i titoli tossici, per provare, faticosamente, a rimettere in modo la finanza mondiale.

La piramide che dovrebbe avere come base una solida economia reale e come vertice le attività finanziarie, è oggi ribaltata: le attività finanziarie interessano volumi monetari centinaia, a volte migliaia di volte superiori a quelli delle corrispondenti attività economiche reali. Una "piramide al contrario" decisamente instabile, e che ha provocato il crollo dell'intero sistema quando si è verificato un problema in se limitato, quale una flessione del mercato immobiliare statunitense.

Come ulteriore effetto di questa crisi, un'enorme liquidità è fuggita dai mercati finanziari, cercando forme di investimento considerate più sicure, quali l'oro, bene rifugio per eccellenza, il petrolio o le materie prime alimentari, causando un aumento dei loro prezzi. Anche gli attori più speculativi, quali gli hedge fund, (vedi paragrafo 6.) hanno investito massicciamente nel mercato delle materie prime, spostando i propri capitali dai mercati finanziari tradizionali. Ancora una volta, i prodotti derivati hanno giocato un ruolo di primo piano in questa ondata speculativa. Secondo la Banca mondiale la crisi dei prezzi delle materie prime sta facendo ripiombare 100 milioni di persone sotto la soglia della povertà estrema.

5. I derivati in Italia tra pubblico e privato

5.1. I derivati e gli enti pubblici italiani

La massiccia diffusione degli strumenti derivati nelle casse degli enti locali rappresenta oggi uno dei fenomeni più inquietanti della finanza pubblica italiana. Secondo gli ultimi dati resi noti dal Ministero dell'economia sarebbero almeno 664 gli enti pubblici della Penisola ad aver sottoscritto contratti derivati dal 2002 ad oggi. Si tratta di contratti di tipo swap costruiti dalle banche con l'obiettivo di contenere quelle fluttuazioni dei tassi di interesse capaci di fare incrementare i debiti pregressi. L'elenco dei soggetti interessati comprende 18 regioni, 42 province, 45 capoluoghi e 559 comuni per un'esposizione complessiva pari a oltre 35 miliardi di euro, circa 1/3 del debito complessivo accumulato dagli enti locali alla fine del 2009 (107 miliardi).

5.1.1. L'origine del fenomeno

Tutto prende il via nel 2002 quando la Finanziaria del secondo governo Berlusconi spalanca ai comuni le porte del mercato dei derivati. Sottoposti a un indebitamento crescente gli enti pubblici si scoprono autorizzati a fare ricorso alla finanza strutturata per sistemare i propri conti in modo "creativo". L'operazione, inizialmente, sembra funzionare. Gli amministratori degli enti possono infatti condurre operazioni considerate impossibili fino a poco tempo prima: dalla conversione, de facto, di un tasso fisso in uno variabile e viceversa fino al posticipo delle scadenze con i creditori. Tutto merito dei contratti derivati che, regolamentando complicati flussi di cassa tra le banche e gli enti, possono ammortiz-



Tabella 5 – I derivati degli enti locali al 31/12/2009

TIPOLOGIA	N. ENTI	VALORE CONTRATTI
Regioni	18	17.122
Province	42	3.277
Capoluoghi	45	10.720
Comuni non capoluoghi	559	4.439
TOTALE	664	35.560

(Fonte: Fonte: Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze, in *Il Sole 24 Ore*, 11/03/2010. Dati in milioni di euro)

zare con successo le perdite. Ma, come qualcuno inizia a intuire fin da subito, non è tutto oro quel che luccica.

Nello spazio di un quinquennio le amministrazioni sono inondate di titoli strutturati ai massimi livelli di complessità soggetti, per loro stessa definizione, a una miriade di variabili di mercato. Variabili di cui sembrano avere coscienza soprattutto le banche che, guarda caso, ottengono ingenti profitti da aggiungere ai guadagni sulle commissioni per il lavoro svolto. Gli enti, al contrario, soffrono ulteriori perdite. Quando alla fine del 2008 Tremonti decide di bloccare l'accesso delle amministrazioni al mercato dei derivati, Bankitalia stima che le perdite potenziali degli enti pubblici abbiano superato i 47 miliardi di euro. Cosa è accaduto?

5.1.2. Una truffa senza eguali?

I contratti swap non sono altro che una sorta di scommessa legalizzata. Banche ed enti stabiliscono con un'intesa scritta chi debba "pagare" e quando al verificarsi di una lunga serie di fenomeni di mercato a cominciare dal superamento di determinate soglie percentuali da parte dei tassi di interesse.

Le variabili in gioco sono molteplici: per chi possiede sufficienti conoscenze si tratta di un rischio calcolato, per chi fa fatica a decifrare i contratti l'operazione si trasforma in un vero e proprio suicidio contabile. In riferimento all'emblematico caso del Comune di Milano, il celebre "avvocato dei bond" Angelo Castelli, uno dei massimi esperti italiani in tema di risparmio gestito, ha sintetizzato così il fenomeno: "abbiamo a che fare – ha dichiarato in una recente intervista - con contratti swap ventennali in cui i periodi caratterizzati da alti tassi di interesse che penalizzano i comuni sono molto più lunghi di quelli in cui gli interessi sono bassi e le banche sono danneggiate".

Tra il 2002 e il 2008, in altri termini, gli istituti sarebbero riusciti a far sottoscrivere agli enti contratti estremamente sfavorevoli spacciandoli per operazioni convenienti. Tutto sarebbe stato possibile grazie alla mostruosa asimmetria informativa tra i due soggetti nonché alla prevalenza di interessi di breve periodo da parte degli amministratori (i derivati garantiscono immediata liquidità mentre le perdite reali compaiono nel bilancio solo alla scadenza del contratto quando, tipicamente, gli amministratori hanno da tempo esaurito il proprio mandato). Un mix micidiale che ha indotto la magistratura a muoversi.

Tabella 6 – I debiti degli enti locali al
31/12/2009

ENTE	DEBITI RESIDUI
Regioni	47.630
Province	9.656
Capoluoghi	23.534
Comuni non capoluoghi	25.925
Comunità montane, isolate Unione di comuni	289
TOTALE	107.037

(Fonte: Fonte: Dipartimento del Tesoro, Ministero dell'Economia e delle Finanze.
Dati in milioni di euro)

5.1.3. Il processo di Milano

Il 6 maggio 2010 si aperto a Milano il primo processo penale al mondo sul rapporto tra banche ed enti nel contesto della finanza strutturata.

Undici operatori bancari, quattro istituti (JP Morgan, Deutsche Bank, Ubs, Depfa) e due ex funzionari comunali sono imputati con l'accusa di truffa aggravata ai danni del Comune di Milano. La vicenda risale al 2005 quando Palazzo Marino coprì una maxi emissione obbligazionaria (1,68 miliardi a scadenza trentennale) stipulando quei contratti "interest rate swap" che, si sostenne allora, avrebbero protetto il capoluogo dall'oscillazione dei tassi garantendo un risparmio da 57 milioni di euro. Esito finale: 52 milioni bruciati per il capoluogo, oltre cento di profitto per gli istituti. Per l'accusa sono i numeri di una truffa costruita su contratti eccezionalmente

complessi, inestricabili, sostanzialmente incomprensibili. Gli imputati respingono ogni addebito. Il procedimento è ancora alle fasi preliminari ma già promette di fare scuola in Italia e nel mondo.

...in arrivo una bufera finanziaria?

Il processo milanese, sostengono alcuni osservatori, potrebbe essere solo il primo di una lunga serie.

Alla fine di ottobre del 2009, riferiva il Sole 24 Ore, gli inquirenti avevano già messo sotto la lente i contratti swap siglati da 40 comuni, 2 regioni (Piemonte e Toscana) e una provincia (Brindisi) per oltre 9 miliardi. Come dire che già allora più del 25% dei contratti risultava sospetto.

A marzo lo stesso quotidiano ha ipotizzato il possibile avvio in Italia di almeno 45 procedimenti giudiziari. Ma molto sembra muoversi anche all'estero.

Il fenomeno verificatosi in Italia, infatti, ha trovato molte corrispondenze oltreconfine. Secondo l'Economist circa 100 enti locali tedeschi si sarebbero presi i loro rischi giocando con la finanza.

La municipalità di Lipsia ha avviato una causa presso l'Alta Corte di Londra contro gli istituti Ubs, Depfa e Landesbank Baden-Württemberg puntando il dito contro i contratti di credit default swap sottoscritti dalla locale società dell'acqua pubblica.

Negli Stati Uniti le amministrazioni di Alabama, California, Connecticut e Florida e le città di Chicago, Los Angeles, Detroit e Oakland sono ormai ai ferri corti con i "creativi" di Wall Street.

E' plausibile ipotizzare che più di un'amministrazione straniera decida di seguire l'esempio dei Pm milanesi.



5.2. I derivati e le piccole e medie imprese italiane

Prima che scoppiasse il caso dei derivati piazzati in modo fraudolento alle pubbliche amministrazioni italiane, i derivati avevano fatto notizia in Italia anche per gli effetti devastanti procurati ai bilanci di migliaia di clienti privati e di piccole e medie imprese. Ne sanno qualcosa i clienti di Italease, la banca specializzata nei leasing che già nel 2003, sotto la guida dell'ex amministratore delegato Massimo Faenza, aveva fatto dei derivati una "missione", riuscendo a piazzarne per oltre 600 milioni di euro a 2.200 clienti in pochi mesi.

"Se vuoi il contratto di leasing devi portarti a casa anche un Interest Rate Swap" spiegavano i funzionari di Italease, uno strano caso di cross-selling che ha portato al collasso la banca e ha messo nei guai centinaia di clienti.

Senza arrivare al caso limite di Italease, basta dare un'occhiata ai dati pubblicati dalla Consob per capire come la vendita di derivati, in particolare degli IRS (Interest Rate Swap) sia esplosa nei primi anni duemila in conseguenza dell'entrata nell'euro.

"Il sistema bancario italiano nel suo complesso si mise fin da subito a piazzare alacremente derivati, prima tra gli stessi istituti, per finire alle imprese", spiegava il giornalista Fabio Pavesi nel 2007, in un articolo sul Sole 24 Ore⁶. *"Se nel 2001 il valore nozionale dei derivati Otc (Over the counter) in Italia era di 2.000 miliardi di dollari, già a fine 2003 si era giunti a 4.600 miliardi fino ad arrivare a cumulare nel 2006 controvalori nominali per 6.225 mi-*

liardi di dollari".

Il mercato dei derivati venduti alle imprese era solo una parte del tutto: più o meno il 7% dell'ammontare totale, per un valore nozionale che la Consob stimò nel 2003 in circa 328 miliardi, divisi per l'80% in Interest Rate Swaps e nel 20% in Currency Swaps. Per le banche il "piazzamento" dei derivati ha significato quasi sempre profitti maggiori, grazie alle commissioni incassate al momento della vendita; per le imprese avrebbe dovuto rappresentare una copertura dal rischio (di tasso o di cambio), ma quasi sempre ha portato a conti salatissimi. Soprattutto perché buona parte delle imprese si era "assicurata" con gli IRS contro l'aumento dei tassi di interesse, che invece, per due anni non si mossero.

Dopo lo scoppio di un vero e proprio scandalo derivati nell'estate del 2005, la Consob avviò un'indagine che portò a risultati sconcertanti: se nel 1999 i valori di mercato dei prodotti derivati registravano posizioni attive e passive per 1,3 miliardi che si bilanciavano in un gioco a somma zero a fine 2003 arrivano i primi contraccolpi: i guadagni per l'universo imprese erano sì di 4,6 miliardi a fronte però di 6,6 miliardi di euro di posizioni in passivo con una perdita secca di 2 miliardi di euro, se tutti i contratti fossero stati liquidati.

"Quindi un buco potenziale enorme" continua Pavesi *"spalmato su 50mila imprese che nel tempo si è aggravato"*.

Solo a metà del 2004 la Consob stimava un debito verso le banche (sempre in caso di chiusure di tutte le posizioni) per 4 miliardi di euro.

Da lì iniziò una stagione travagliata: con esposti alla Autorità di controllo, denunce alle banche, tentativi di conciliazione o rinegoziazioni dei contratti, fino all'inchiesta

⁶ Sole24Ore, 2007, Un rischio da 4 miliardi, 24 giugno

parlamentare. Da allora non è cambiato molto, chi ha chiuso le posizioni lo ha fatto perdendo denaro, chi ha contenziosi aperti con le banche ha scelto la via giudiziale e attende i responsi dei Tribunali. Se l'è cavata, in parte, chi non ha venduto e ha atteso il rialzo dei tassi che, puntuale, è avvenuto dal 2006 all'autunno del 2008 quando, con il crollo di Lehman Brothers, sono scesi in picchiata anche i tassi di interesse.

Alle banche è andata molto meglio, secondo un rapporto di Kepler Equities (mai smentito), citato dal Sole24Ore, l'attività di vendita dei derivati ha comportato per le sei banche più attive all'epoca - UniCredito, Intesa, Sanpaolo, Mps, Bnl e Verona-Novara - ricavi complessivi pari a 1,1 miliardi di euro, di cui 670 milioni per UniCredito (tramite Ubm) che da sola faceva il 49% del mercato.

In genere dall'attività di vendita di derivati le banche sono riuscite a realizzare negli anni d'oro che precedono la crisi finanziaria, dal 7 all'8% del margine d'intermediazione: dai 5 ai 6 miliardi di euro l'anno per il sistema bancario nel suo complesso.

Niente male per un'attività collaterale al business tradizionale.

6. I fondi hedge

Come accennato, gli strumenti finanziari derivati hanno una caratteristica che li rende particolarmente appetibili per chi ama il rischio: possono agire a "leva" sui mercati. La leva finanziaria o "leverage" permette di scommettere per ingenti somme di denaro, "puntando" solo una minima parte della somma o comunque del valore sottostante sul quale si scommette. Questo accade perché i derivati prevedono scambi dilazionati nel tempo (ad es.: opzioni di acquisto o vendita ad una certa data futura) e all'atto della sti-

pula del contratto non è necessario versare l'intero ammontare della somma pattuita, né si è obbligati a consegnare (o ritirare) il sottostante (barili di petrolio, milioni in valuta, quintali di oro o tonnellate di legname). Con i derivati si può vendere ciò che non si ha o comprare senza avere il denaro.

Sono proprio le operazioni allo scoperto collegate all'uso dei derivati che hanno fatto la fortuna (e molte volte la sfortuna) dei fondi hedge o speculativi. Si tratta di fondi di investimento che per definizione sono rischiosi e per legge non sono tenuti a rispettare tutte le regole prudenziali a cui invece devono sottostare i fondi comuni di investimento classici. Si tratta in pratica di fondi con la "licenza di speculare", riservati però a clienti istituzionali che, secondo la normativa italiana⁷ devono investire un ammontare minimo di 500.000 euro e, in totale, non possono essere più di 200 per ogni fondo.

Come si vede nella tabella 8, i fondi hedge non sono molto diffusi in Italia. Con un patrimonio di 14,33 miliardi di euro rappresentano appena il 3,2% del totale dei fondi comuni italiani. In seguito alla crisi finanziaria il loro numero e il patrimonio complessivo si è dimezzato: nel giugno del 2007 il patrimonio totale dei fondi hedge in Italia era pari a 33,71 miliardi di euro⁸

A livello globale non esistono statistiche certe sul patrimonio complessivo dei fondi speculativi e, in genere, ci si basa su stime. Una ricerca di AIMA (Alternative Investment Management Association), che risale al novembre del

7 decr. Min. Tesoro 228/1999

8 Assogestioni, 2007, Anticipazione dati di raccolta e patrimonio, Comunicato Stampa, Giugno



2008 (vedi Tabella 9.), nel periodo di picco, stima il patrimonio totale degli hedge in un range che varia da 1.931 a 2.848 miliardi di dollari. In seguito alla crisi il patrimonio dei fondi hedge a livello internazionale è crollato e molti fondi hanno chiuso ma, come riportano statistiche recenti, alla fine del 2009 la situazione sembra essere tornata alla normalità e il patrimonio totale si attesterebbe di nuovo intorno ai 2.000 miliardi di dollari⁹.

9 FINalternatives, 2009, Hedge Fund Assets Hit \$ 2 Trillion, Dicembre

6.1 I rischi dei fondi hedge

Ai fondi hedge sono associati normalmente rischi molto elevati. E' per questo che questa tipologia di prodotti finanziari è spesso stata accusata di aver causato o anche solo alimentato una serie di crisi che hanno coinvolto i mercati finanziari negli ultimi 10-15 anni. Quasi sempre le accuse si sono rivelate fondate. Per una serie di motivi i fondi hedge hanno un elevato potenziale destabilizzante sui mercati. Vediamone alcuni:

leva finanziaria: oltre ai soldi depositati nel fondo dagli investitori, un fondo hedge può indebitarsi in modo considerevole, investen-

Tabella 7. Ammontare dei derivati venduti alla clientela da parte delle principali banche italiane

Il fenomeno dei derivati							
L'ammontare dei derivati venduti alla clientela da parte delle principali banche italiane. Dati di bilancio 2006, in migliaia di euro.							
Banca	Derivati alla clientela	Crediti vs. clientela	Incidenza %	Totale attivo	Incidenza %	Patrimonio netto	Incidenza %
Banca Profilo *	42.711	81.498	52,41	2.089.677	2,04	123.403	34,61
Bim	108.039	1.829.993	5,90	3.232.946	3,34	511.946	21,10
UniCredito	15.452.299	441.320.028	3,50	823.284.214	1,88	38.467.808	40,17
Meliorbanca	49.584	2.763.080	1,79	3.754.076	1,32	386.248	12,84
San Paolo	2.227.000	157.800.000	1,41	288.551.000	0,77	14.338.000	15,53
Banca Italease **	600.000	21.256.000	2,82	24.499.000	2,45	1.496.000	40,11
Credem	191.535	14.386.083	1,33	24.250.912	0,79	1.380.006	13,88
Banca Intesa	2.480.000	190.830.000	1,30	291.781.000	0,85	18.166.000	13,65
Mps	1.163.882	91.941.019	1,27	158.555.666	0,73	7.775.025	14,97
Mediobanca	271.780	22.954.200	1,18	46.116.553	0,59	6.745.199	4,03
Banco Pop. Verona e Novara	361.659	45.244.563	0,80	68.694.935	0,53	4.872.018	7,42
Banca Finnat	671	87.119	0,77	372.239	0,18	145.849	0,46
Banca Popolare di Milano	130.360	26.312.649	0,50	40.181.057	0,32	3.358.992	3,88
Banca Popolare Italiana	139.472	28.735.907	0,49	46.787.071	0,30	3.955.825	3,53
Capitalia	426.420	96.012.214	0,44	137.131.673	0,31	9.717.313	4,39

Nota: (*) I derivati riguardano prevalentemente clientela istituzionale; (**) dati all'8 giugno 2007

Fonte: elaborazione Analisti Mercati Finanziari de Il Sole-24 Ore

(Tratta da Sole24Ore, 2007, Un rischio da 4 miliardi, 24 giugno, di Fabio Pavesi)

Tabella 8. Patrimonio dei fondi comuni di investimento aperti italiani

	Patrimonio			
	Maggio 2010		Aprile 2010	
	(e)		(e)	
	Min.euro	In %	Min.euro	In %
Azionariato	93.640	21,10%	98.534	21,80%
Bilanciati	19.479	4,40%	19.711	4,40%
Obbligazionari	180.309	40,60%	179.691	39,80%
Fondi di Liquidità	75.250	16,90%	77.506	17,10%
Flessibili	61.606	13,90%	66.196	13,80%
Fondi Hedge	14.215	3,20%	14.326	3,20%

(Fonte: Assogestioni, 2010, Trend mensile sui fondi aperti, Maggio)

do in titoli o in operazioni su titoli per un ammontare molto più elevato del patrimonio di partenza. La leva amplifica i guadagni, ma, se va male, anche le perdite. Se per esempio un fondo hedge si indebita di 9 euro per ogni euro depositato dagli investitori, un calo del 10% nel valore degli investimenti provoca una perdita del 100% per chi ha investito (quando i debiti contratti per investire devono essere saldati).

vendite allo scoperto (o short selling): i fondi hedge usano spesso questa tecnica e vanno “short”, speculando al ribasso su titoli o indici, che non possiedono direttamente, ma prendono a prestito dalle banche, in cambio di un interesse. Le perdite in cui si può incorrere se la scommessa al ribasso non è vincente (e quindi il prezzo del titolo sale) sono potenzialmente molto elevate, a meno che la posizione short non sia controbilanciata da una corrispondente posizione long (investimento di lungo periodo nello stesso titolo che si vende allo scoperto).

La variante “naked” (nuda) del short selling permette invece di vendere titoli che non si sono nemmeno presi a prestito (basta riuscire a chiudere la posizione short entro i tre giorni lavorativi previsti per il normale regolamento delle compravendite di borsa). Il naked short selling è stato vietato negli Stati Uniti nel 2005, mentre la Germania l’ha vietato nel giugno del 2010.

appetito per il rischio: grazie alla regolamentazione meno stringente a cui sono sottoposti, i fondi hedge sono più portati a investire in tipologie di titoli o prodotti finanziari con un alto grado di rischio: obbligazioni “high yeald” (che fanno guadagnare interessi più alti, ma sono anche più rischiose, come i cosiddetti “junk bond” o obbligazioni spazzatura), distressed securities (titoli di società in

crisi), oppure, come si è visto nell’ultima crisi finanziaria, obbligazioni strutturate basate su mutui subprime.

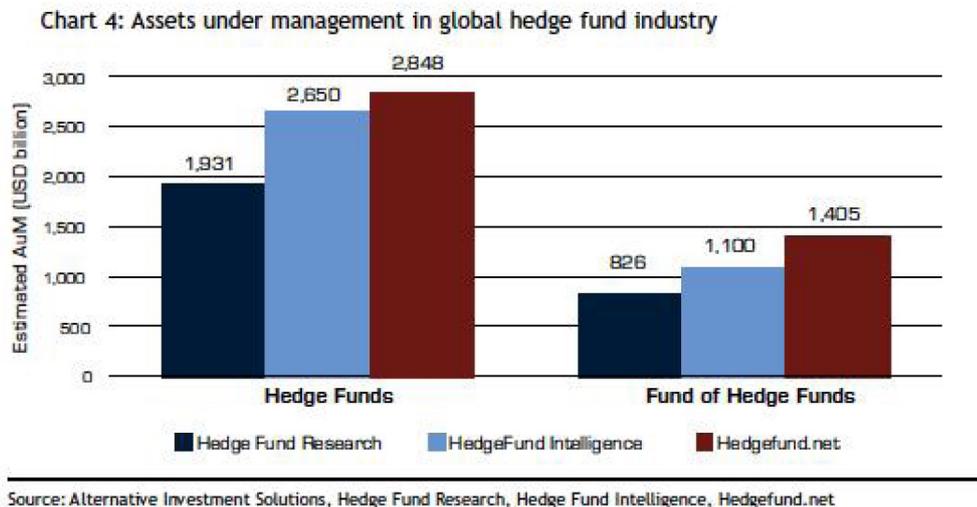
mancanza di trasparenza: i fondi hedge sono entità private con pochissimi obblighi di trasparenza. Può quindi risultare difficile per un investitore capire non solo in quali titoli investa il fondo, ma anche quali strategie adotti, quanto e come sia indebitato, e via discorrendo.

7. Proposte di regolamentazione

I prodotti derivati sono da tempo accusati di aumentare l’instabilità e la volatilità sui mercati, e di essere ormai utilizzati molto più per attività speculative che non per il loro scopo originario di copertura dei rischi commerciali o di altra natura. Negli ultimi anni, e con lo scoppio della bolla dei mutui subprime in particolare, prodotti quali i CDO e i CDS sono finiti nell’occhio del ciclone. Lo stesso è avvenuto per i derivati che hanno come sottostante materie prime, e le commodities agricole in particolare, e che sarebbero responsabili



Tabella 9. Patrimonio dei fondi hedge a livello globale



(Fonte: AIMA, Alternative Investment Management Association 2008, Aima's roadmap to hedge funds, Novembre)

in buona misura della crisi dei prezzi di alcuni di tali prodotti. I derivati over the counter, che rappresentano oggi la gran parte dei titoli circolanti sui mercati, sono particolarmente criticati per la mancanza di trasparenza e di normative che possano regolare gli scambi sui mercati.

A seguito dell'emergere di questi problemi, i derivati sono stati spesso al centro delle proposte di regolamentazione dei mercati finanziari che sono state avanzate negli ultimi anni. I diversi vertici del G20, ormai autonomamente coordinatore dell'economia mondiale, dedicano ampio spazio alla questione dei prodotti derivati.

Una delle linee più importanti lungo le quali si sta muovendo il G20 è la richiesta che tutti i derivati over the counter siano trattati su piattaforme elettroniche e regolamentati. Altre proposte sono state prese in considerazione dalle diverse istituzioni che lavorano sulla crisi finanziaria e le misure di regolamentazione dei mercati.

Proposte che vanno nella direzione auspicata dalle reti e dalle organizzazioni della società civile internazionale, ma che appaiono ancora molto limitate. Secondo molte di queste organizzazioni, il dibattito deve partire da una questione centrale: a chi servono e da chi sono utilizzati davvero oggi i prodotti derivati?

Prendiamo l'esempio dei prodotti aventi come sottostante una qualche materia prima. E' davvero pensabile che un piccolo contadino, finito il lavoro nei campi, si rivolga a un broker finanziario per assicurare il proprio raccolto contro la volatilità dei prezzi sui mercati internazionali? O sono piuttosto i giganti dell'agro-business, e ancora di più gli speculatori, a giocare con tali strumenti finanziari, aumentando i rischi per i contadini?

Un esempio analogo si potrebbe fare per i derivati concepiti per bilanciare il rischio di cambio sui mercati delle valute. Il totale di beni e servizi esportati nel mondo ha un valore intorno ai 15.000 miliardi di dollari l'anno.



Il mercato delle valute ammonta a una cifra vicina ai 3.500 miliardi di dollari al giorno. Questo significa che ogni settimana, sui mercati finanziari, vengono scambiati più soldi di quanti siano legati a un anno di “economia reale”. In altri termini, più del 90% del mercato delle valute è di natura speculativa. Attività che viene svolta in gran parte tramite derivati. In queste condizioni, è legittimo domandarsi quale sia l’effetto complessivo dei derivati aventi per sottostante una valuta. Sono uno strumento utile per le imprese che esportano, o contribuiscono in maniera sostanziale alla volatilità dei cambi, aumentando il rischio per queste stesse imprese?

Qual’è la legittimità di prodotti quali i CDS, che consentono di “scommettere” con una controparte sull’andamento di un evento terzo e che sono tra i principali accusati tanto nella crisi dei mutui subprime quanto in quella che ha colpito la Grecia nel 2010?

Discorsi analoghi potrebbero valere per la maggior parte dei derivati oggi scambiati sui mercati. Lo stesso fatto che questi prodotti abbiano raggiunto un volume di scambi decine di volte superiore a quello dell’economia reale, è un segnale chiaro dell’insostenibilità della situazione. E’ davvero difficile credere in buona fede che una tale mole di prodotti derivati sia necessaria per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Come minimo, questo significherebbe che si tratta di un sistema estremamente inefficace, e che necessita comunque di una radicale riforma.

In seguito a queste considerazioni, il dibattito è aperto su quale possa essere lo spazio riservato ai prodotti derivati nella finanza del futuro. Alcune proposte prevedono l’obbligo di consegna del sottostante alla scadenza, in modo da frenare il mercato a sé stante dei

LTCM il fondo dei premi Nobel

Creato nel 1994 dall’asset manager John Meriwether, il fondo hedge americano Long Term Capital Management (LTCM) ha avuto nel suo Board Myron Scholes e Robert Merton, due premi nobel in economia.

Il 23 settembre del 1998 è finito in bancarotta per una serie di scommesse sbagliate legate in particolare alla crisi asiatica e alla svalutazione del rublo. Poco prima del collasso, il fondo era investito in 125 miliardi di dollari di asset sulla base di appena 4 miliardi di patrimonio versato dagli investitori.

In pratica il fondo si era indebitato di oltre trenta volte il valore del proprio patrimonio! Per evitare il tracollo del sistema il governatore della FED Alan Greenspan è intervenuto creando un consorzio internazionale di banche che ha rilevato gli investimenti di LtcM scongiurando la paralisi dei mercati obbligazionari internazionali.

derivati, e limitarne l’utilizzo a chi è davvero interessato all’attività legata al prodotto finanziario.

In ogni caso, appare necessario un forte intervento di regolamentazione che limiti la dimensione e il grado di complicazione raggiunto da tali strumenti, che ne aumenti la trasparenza e la tracciabilità, che ne limiti fortemente l’uso e proibisca le categorie a carattere più meramente speculativo. Si tratta di uno dei passi più importanti per riportare la finanza al suo ruolo originario: non un fine in se stesso per realizzare soldi dai soldi nel più breve tempo possibile, ma uno strumento al servizio delle attività economiche e dell’intera società.



Bibliografia

- Nicholas Hildyard / The Corner House – A (Crumbling) Wall of Money, Financial bricolage, derivatives and power.
- Peter Chowla / Eurodad – Dangerous derivatives at the heart of the financial crisis.
- Brealey e Myers Principles of Corporate Finance Sixth Edition
- World Development Movement – Regulating speculation in food commodities – aprile 2010.
- World Development Movement – Speculation in food commodities market – aprile 2010.

Siti Internet

- www.adusbef.it
- www.bis.org
- www.disastroderivati.it
- www.eurodad.org
- www.thecornerhouse.org.uk
- www.wdm.org.uk

Sul tema Enti Pubblici e derivati si suggerisce la visione del documentario realizzato da Report http://www.report.rai.it/R2_popup_articolofoglia/0,7246,243%255E1074824,00.html

Acronimi

OTC: Over The Counter

IRS: Interest Rate Swap

BIS: Bank for International Settlements (Banca dei Regolamenti Internazionali) di Basilea

CDO: Collateralized Debt Obligations

CDS: Credit Default Swap