



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea

Legal Entity Identifier: uno strumento per i mercati OTC

Legal Entity Identifier: an instrument for the OTC markets

Relatore:

Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:

BOTTIGLIONI ALESSIA

Anno Accademico 2015-2016

*DEDICATA:
Alla mia famiglia,
dalla quale ho ricevuto un grande supporto,
e soprattutto a mio padre,
il quale è stato punto di riferimento
nel mio percorso di studi e nella vita*

INDICE

INTRODUZIONE	01
CAPITOLO 1	
I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI	
1.1 I mercati finanziari	03
1.2 I mercati non regolamentati: il mercato OTC	05
1.3 Dark Pools, il lato oscuro della finanza	09
CAPITOLO 2	
LA REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI OTC NEL MONDO	
2.1 I regolamenti negli Stati Uniti d’America	13
2.2 I regolamenti in Asia: il caso Hong Kong	15
2.3 I regolamenti in Europa: l’EMIR	17
CAPITOLO 3	
LEGAL ENTITY IDENTIFIER: UNA RISPOSTA AL RISCHIO SISTEMICO	
3.1 Global Legal Entity Identifier System	21
3.2 I numeri nel mondo	24
3.3 Le prospettive future	28
CONCLUSIONE	31
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	33

INTRODUZIONE

Secondo lo studio pubblicato dalla Bank for International Settlements nel Bollettino Statistico – edizione giugno 2016, il valore nominale dei contratti su derivati OTC in sospeso alla fine del 2014 ammontava complessivamente a 630 mila miliardi di dollari statunitensi, cioè circa 8 volte di più dell'intero PIL mondiale e circa 6,5 volte di più di tutti i titoli di debito in circolazione.

Questa enorme massa finanziaria ha necessità di essere scambiata e pertanto si sono creati diversi mercati sia di tipo regolamentato sia di tipo non regolamentato, e risulta anche necessario individuare degli strumenti tecnici per controllare i rischi connessi a tali volumi di strumenti finanziari.

Nel primo capitolo del mio elaborato illustro in modo sintetico la struttura e le caratteristiche dei mercati ufficiali e delle dimensioni non controllate dalle autorità di supervisione. Come esistono mercati controllati dalle suddette, si sono sviluppate in parallelo dimensioni prive di regolamentazioni quali sono le dark pools piuttosto che i mercati OTC.

Nel secondo capitolo proseguo il ragionamento descrivendo il ruolo delle regolamentazioni nei principali mercati internazionali: Stati Uniti d'America, Asia ed Europa. Nonostante gli USA siano stati i primi ad emettere il Dodd-Frank Act, un regolamento in linea con le direttive del G-20 del 2010 al giorno d'oggi è l'Europa, con il regolamento EMIR e il decreto MiFID I e II, ad essere il promotore di quella trasparenza e controllo che tanto si sta cercando di ottenere nel campo ancora libero dei mercati dei derivati OTC.

Passando poi al terzo capitolo, dopo aver indicato brevemente alcune tipologie di sistemi di identificazione dei soggetti finanziari utilizzati negli Stati Uniti, presento lo strumento individuato a livello mondiale per la riduzione del rischio sistemico nelle transazioni finanziarie nel mercato non regolamentato più importante, il mercato OTC (Over The Counter). Nato da un accordo tra le economie più influenti, il cosiddetto “gruppo dei 20” o G-20, il Legal Entity Identifier (LEI) è un codice che identifica le controparti nelle transazioni finanziarie nel suddetto mercato non ufficiale. Tale codice è emesso da enti chiamati LOU (Local Operating Unit) e facenti capo ai governi dei diversi Paesi.

CAPITOLO 1

I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

*I mercati non conoscono più la notte: sono il giorno perpetuo.
Milano apre alle nove, Wall Street alle quindici e trenta,
Sidney alle ventitre, Tokio all'una, Shanghai alle quattro del mattino.
L'alternanza del giorno e della notte
è sostituita dall'alternanza del rosso e del verde.
(Fragmentarius, blog di aforismi sull'economia)*

1.1 I mercati finanziari

In seguito all'esplosione della crisi economico-finanziaria, la gestione dei mercati finanziari internazionali è diventata una tematica sempre più centrale nel dibattito economico internazionale. Gestire i mercati finanziari internazionali è lo strumento fondamentale per l'analisi e il mantenimento, dal punto di vista delle imprese, di un vantaggio competitivo e della creazione di valore.

Da un punto di vista economico, i mercati finanziari non sono luoghi fisici ma piattaforme informatiche dove si incontrano la domanda e l'offerta di strumenti finanziari: dimensioni in cui ha luogo il trasferimento di fondi da chi ha disponibilità economiche a chi ha necessità di fondi; in questa definizione sono quindi compresi il mercato azionario, il mercato obbligazionario, il mercato valutario, il mercato dei derivati e il mercato delle materie prime.

Di centrale interesse sono le obbligazioni, chiamate Bond nel linguaggio internazionale: un titolo di credito contenente la promessa di pagamenti periodici per un determinato lasso di tempo. Esse sono emesse al fine di reperire, a condizioni più vantaggiose rispetto ai prestiti bancari, il capitale da investire. Insieme alle azioni, esse costituiscono uno dei principali strumenti di investimento per tutti i risparmiatori: acquistandole, l'investitore presta dei soldi all'emittente che si impegna a restituire il capitale e gli interessi entro la scadenza prevista nel contratto stipulato.

Esistono molti tipi di obbligazioni ma possono essere raggruppate in due categorie: le obbligazioni ordinarie (possono essere a loro volta a tasso fisso o a tasso variabile) e obbligazioni strutturate (sono più complesse poiché sono composte da un'obbligazione ordinaria e un contratto derivato). Come ogni attività finanziaria, anche le obbligazioni implicano dei rischi: ad alti rischi corrispondono alti interessi.

Il mercato monetario

Per quanto riguarda il mercato monetario, esso fa parte dei mercati finanziari in cui sono presenti gli strumenti finanziari con scadenze a breve termine e con maggiore liquidità: esso è utilizzato per prestare o prendere a prestito denaro (di solito per qualche giorno o meno di un anno di tempo) ed è considerato un mercato a basso rischio. I titoli qui negoziati sono per esempio i CDS (Certificati di Deposito), i titoli del debito, gli euro dollari e i fondi federali: gli investimenti vengono chiamati investimenti cash poiché la durata della scadenza è breve, mentre i principali utilizzatori di questo mercato sono aziende grandi e solvibili che vendono titoli del credito a un investitore.

Mercato dei derivati

Un'altra dimensione di rilevante interesse è il mercato dei derivati. Ma come vengono definiti i derivati? Essi sono strumenti finanziari che derivano da un asset sottostante (il titolo o il bene la cui quotazione imprime il valore al derivato): per la loro ampia diffusione sui mercati dei capitali, essi hanno acquisito un ruolo di centralità nell'economia globale. Non hanno un proprio valore intrinseco ma piuttosto il loro valore deriva da altri prodotti finanziari (beni reali alla cui variazione di prezzo essi sono collegati) e di conseguenza sono sorti molti problemi collegati a questi potenti strumenti finanziari: le banche in numerosi casi hanno venduto ai loro clienti dei prodotti derivati privi degli elementi standard definiti dalle autorità di mercato (tra cui le scadenze delle negoziazioni, il movimento minimo di prezzo, i prezzi di chiusura, i prezzi finali per il regolamento e il sottostante stesso) e ciò è permesso nei mercati non regolamentati.

Una delle principali caratteristiche dei derivati è la possibilità di essere acquistati da un numero indefinito di scommettitori che non sono direttamente coinvolti nell'operazione finanziaria dal cui andamento il prodotto derivato trae il suo valore. Si possono trovare due tipologie di derivati in base al tipo di attività sottostante: derivati sulle attività reali (beni scambiati e negoziati nelle diverse Borse mondiali, quali le materie prime, l'energia, metalli preziosi e prodotti agricoli) e derivati sulle attività finanziarie (ovvero strumenti che fanno riferimento a tassi di interesse, crediti, valute, obbligazioni, azioni, indici azionari).

Come si può dedurre dalla descrizione, questi strumenti sono adatti per chiunque voglia speculare: i derivati possono assolvere tanto a una funzione protettiva (ovvero di copertura) da uno specifico rischio di mercato quanto ad una finalità speculativa. Al giorno d'oggi esistono

diverse tipologie di strumenti derivati, alcuni dei più utilizzati sono gli SWAP¹, gli Options², i Forwards³.

Il mercato dei derivati italiano è l'IDEM ed è uno dei maggiori mercati dei derivati nel panorama europeo in cui si scambiano circa 200 000 contratti al giorno, per un controvalore nozionale di circa 3,7 miliardi di euro. Esso è composto da due segmenti principali: l'IDEM Equity, sul quale sono listati i contratti Futures e le Opzioni su singole azioni italiane e su indici, e l>IDEX, dedicato ai derivati su commodities e nel quale sono negoziati i contratti Futures sull'energia elettrica italiana.

1.2 Il mercato Over-The-Counter (OTC)

Parallelamente ai mercati ufficiali e regolamentati di cui ogni giorno si parla con molto interesse, esistono dimensioni prive di sistemi di controllo e supervisione. Ci riferiamo qui ai mercati Over-The-Counter (OTC): un mercato di riferimento per chi voglia investire in obbligazioni ed è probabilmente il più grande mercato finanziario al mondo non regolamentato da nessun tipo di norma e in cui gli scambi avvengono al di fuori delle borse ufficiali. Qui le contrattazioni, riguardanti azioni o bond di società che non hanno raggiunto i requisiti per quotarsi su un mercato regolamentato, si svolgono in maniera informale attraverso chat, web, telefono, fax o conversazioni informali tra domanda e offerta.

Dal 1990 molti Stati utilizzano i derivati finanziari nel mercato OTC per coprire i rischi del debito e per tenerne sotto controllo i relativi costi, attraverso SWAP sui tassi d'interesse e sul cambio.

Alcuni Stati americani (per esempio la California e il Texas), la Danimarca e il Brasile hanno ottenuto un esito positivo da questa esperienza, tanto da definire i contratti derivati OTC come potenti strumenti di gestione del rischio, anche a costo di una ridotta informazione che ha generato molte critiche.

¹ Gli SWAP sono strumenti finanziari derivati ovvero contratti che i quali due parti si impegnano a scambiarsi futuri pagamenti: esso infatti definisce le date in cui verranno effettuati i pagamenti reciproci e le modalità. Questo tipo di contratto, negoziato sui mercati non regolamentati, viene utilizzato per diversi motivi come per esempio trasformare la natura di un'attività o una passività (un tasso variabile in un tasso fisso o viceversa).

² Le Opzioni sono contratti che danno al compratore il diritto ma non l'obbligo di comprare (opzione Call) o di vendere (opzione Put) una quantità determinata di un'attività finanziaria o reale sottostante ad un prezzo determinato, a una data specifica o entro una data specifica.

³ I contratti Forward sono contratti derivati a termine, ovvero prevedono un accordo tra due parti per la consegna di una determinata quantità di un sottostante a un prezzo e a una data. Essi impongono a un acquirente di comprare a una data futura un certo sottostante e si differenziano dai contratti Future perchè i primi sono scambiati sul mercato non regolamentato quale è il mercato OTC.

Letteralmente significa “sopra il bancone”, esso è un riferimento all’abitudine degli operatori di andare ai banconi dei bar per continuare le contrattazioni alla chiusura del mercato ufficiale.

Questa categoria di mercato si caratterizza per:

- l’assenza di quotazioni ufficiali e un’informativa meno trasparente sulle quotazioni dei diversi prodotti, poiché le informazioni sui contratti sono disponibili solamente alle parti che sottoscrivono il contratto.
- la presenza di contrattazioni non standardizzate relative agli importi unitari e alle scadenze: a differenza dei mercati organizzati con organismi centrali di garanzia, questi mercati non hanno gli importi unitari, scadenze e margini di garanzia degli scambi standardizzati.
- la mancanza di organismi centrali di compensazione.
- un’informativa meno trasparente, ovvero la mancanza di informazioni sui soggetti investitori e il ramificarsi degli scambi e relazioni sul mercato ha reso più difficile il compito di sorveglianza dei supervisori per l’individuazione dei rischi.
- la trattativa diretta tra acquirente e venditore con determinazione del prezzo basata sulla legge della domanda e dell’offerta.
- un maggior rischio che coinvolge il rischio di controparte e il rischio operativo. Il rischio di controparte è il rischio che una controparte possa risultare inadempiente prima della data prevista per il regolamento ovvero per l’esecuzione del contratto ed è bilaterale, ovvero il valore di mercato della transazione finanziaria può essere positivo o negativo per entrambe le parti. Il rischio operativo invece riguarda le eventuali perdite derivanti dall’inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane, sistemi interni oppure da perdite derivanti da frodi, errori umani, interruzioni dell’operatività, indisponibilità dei sistemi, catastrofi naturali. Esso è inversamente proporzionale al livello di standardizzazione esistente sul mercato (maggiore standardizzazione dei contratti, minore rischio operativo). In questo tipo di rischio è incluso il rischio legale, ovvero il prezzo che gli operatori pagano per avere un elevato grado di flessibilità sui mercati OTC.

Nel 2008, il colosso assicurativo American International Group (AIG) è stato salvato in corner dalla Federal Reserve, evitando così un tracollo che avrebbe trascinato nel gorgo mezzo mondo, visti gli intrecci inestricabili tra la compagnia americana e decine di banche in tutto il mondo. Come si è potuto intuire da questo episodio, l’effetto combinato del rischio di

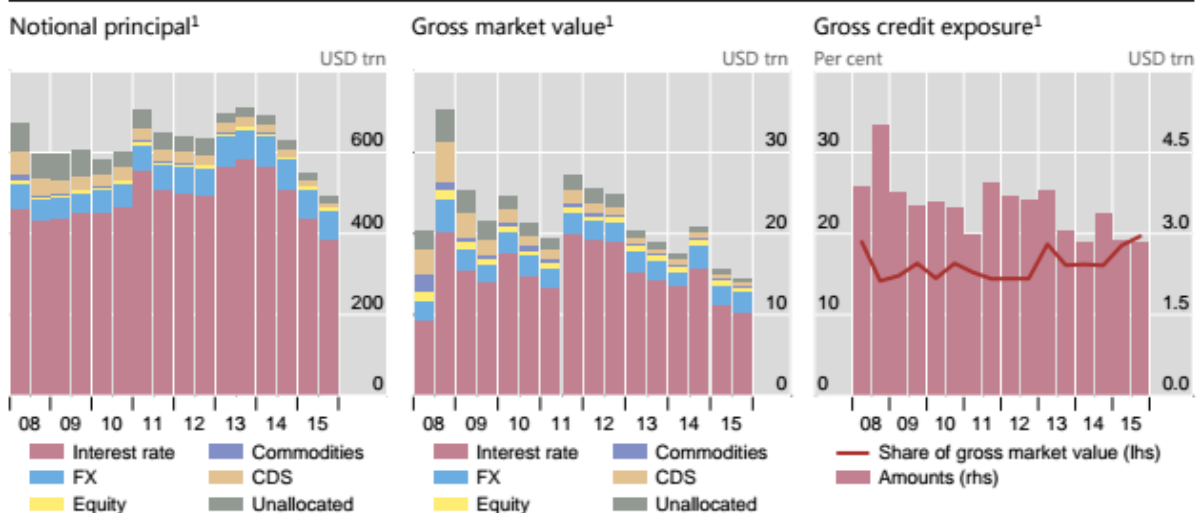
controparte e del rischio operativo può portare a conseguenze devastanti per il corretto funzionamento dei mercati finanziari globali.

I principali mercati OTC di strumenti finanziari sono il Bulletin Board (o OTC BB)⁴, un circuito di quotazione elettronica sul quale vengono scambiate azioni ma anche strumenti finanziari non listati, e una sezione del Nasdaq dedicata alle azioni OTC unlisted. Tra gli altri più importanti mercati troviamo il Forex (il mercato delle valute), i CFD (il Contract for Difference ovvero il mercato dei titoli derivati) e il Pink Sheet (un circuito con caratteristiche simili all'OTC BB).

Come facilmente deducibile, quindi, le transazioni che avvengono sono tipicamente bilaterali, poiché sono coinvolte solo le due parti: colui che propone la quota (venditore) e quello che l'accetta (compratore), tanto che questa semplicità sembra essere proprio il maggior problema di genere di mercato.

Da un punto di vista giuridico, gli accordi bilaterali non sono sufficienti a qualificare le transazioni come scambi organizzati di strumenti finanziari (trading facility) a causa della mancanza di regole, e perciò essi sono rimasti per larga parte non regolamentati. Negli ultimi anni, però, i grandi istituti bancari che agiscono come market makers, mantenendo proposte in acquisto e in vendita per i partecipanti al mercato, hanno contatti diretti tra di loro e con i loro maggiori clienti.

⁴ L'OTC BB è nato nel 1990 dopo che il Penny Stock Reform Act dello stesso anno ha stipulato che il SEC avrebbe dovuto sviluppare alcuni tipi di sistemi di quotazione elettronica per gli stocks e che non poteva essere quotato in uno dei maggiori sistemi. Oggi è sotto il controllo del FINRA ed è visto come è un'alternativa per quelle piccole società che non soddisfano i requisiti per quotarsi per scambiare le loro azioni sui mercati nazionali.



Further information on the BIS derivatives statistics is available at www.bis.org/statistics/derstats.htm.

¹ At half-year end (end-June and end-December). Amounts denominated in currencies other than the US dollar are converted to US dollars at the exchange rate prevailing on the reference date.

Il primo grafico sul “*notional principal*”, elaborato dalla Bank of International Settlements⁵, mostra l’andamento del mercato dei derivati OTC nel 2015: la grandezza di questo mercato si è contratto nella seconda metà del 2015, indicando quindi le posizioni prese dai partecipanti al mercato (caduta dell’11% tra la fine di giugno e la fine di dicembre, da 552 mila miliardi di dollari a 493 mila miliardi di dollari).

La tabella sotto la voce “*gross market value*” dei contratti derivati, riguardante il valore di mercato dei contratti derivati più rilevanti, mostra una caduta nella seconda metà del 2015: è passata da 15,5 mila miliardi di dollari alla fine di giugno a 14,5 mila miliardi a dicembre dello stesso anno (con una caduta del 6%), il livello più basso dal 2007.

Per avere qualche idea di quanto sia utilizzato questo mercato non regolamentato anche da amministrazioni pubbliche, basti pensare che nel 2014 le contrattazioni di derivati OTC da parte di Governi, amministrazioni locali e imprese non finanziarie hanno rappresentato il 12% del mercato globale dei derivati OTC. L’esperienza delle amministrazioni locali con i derivati OTC dipende fortemente dalla loro dipendenza finanziaria dal Governo centrale: il Regno Unito ha proibito l’uso di derivati da parte delle amministrazioni locali dal 1988, mentre nel 2013 le Regioni italiane avevano in portafoglio derivati OTC per 10,784 milioni di euro (a

⁵ La BIS, tradotto in italiano “Banca dei regolamenti internazionali”, con sede a Basilea, è la più antica istituzione finanziaria e il suo ruolo è in continuo mutamento poiché si adatta alla comunità finanziaria e ai suoi bisogni, tanto da essere soprannominata “camaleonte finanziario”. È dunque considerata il centro globale degli interessi finanziari e economici mondiali, incoraggiando la stabilità finanziaria internazionale.

causa della mancanza di un chiaro quadro normativo). Non bisogna dimenticare il caso della città di Detroit (Michigan, USA), divenuto un esempio di default dovuto a un eccessivo indebitamento con risorse limitate, popolazione e produzione in diminuzione: contratti SWAP sbilanciati su tassi di interesse hanno prodotto ulteriori danni e la città ha pagato ingenti commissioni alle banche per chiudere alcuni contratti.

1.3 Dark Pools, il lato oscuro della finanza

Tra questi sistemi privi di un'autorità ci sono le cosiddette dark pools, letteralmente "piscine oscure", sono gigantesche piattaforme finanziarie esterne ai mercati e ai circuiti regolamentati nelle quali le contrattazioni avvengono in forma anonima. Nate una ventina di anni fa, quando si cominciava a parlare di elettronica nella finanza, il loro peso è cresciuto sempre di più negli ultimi anni, tanto che nel 2010 il settimanale britannico *The Economist* ha stimato che intorno al 10% dei volumi azionari è coinvolto nelle dark pools. Pur non essendo trasparenti, gli investitori istituzionali utilizzano queste organizzazioni per effettuare transazioni importanti fuori dai radar delle normative internazionali sulla trasparenza. In senso tecnico questo lato oscuro della finanza viene suddiviso in Alternative Trading System in America e Multilateral Trading Facility (MTF) in Europa. La più ampia dark pool attiva in Europa è di Chi-X (società londinese curata da Chi-Delta) ma tra gli altri colossi bancari, Credit Suisse, BNP, Deutsche Bank e Barclays utilizzano maggiormente queste reti private, tanto che all'inizio del 2016 le autorità americane hanno sanzionato Barclays e Credit Suisse per delle irregolarità delle loro "dark pools" per un totale di 154,3 milioni di dollari. Ralph Silva, analista bancario di SRN, disse alla BBC "queste multe sono solo un messaggio, non una punizione. Gli importi sono insignificanti paragonati ai profili dei due colossi in questo tipo di business", aggiunse poi che "le autorità di controllo stanno dicendo alle banche di chiudere i loro punti deboli, qualcosa che le banche hanno avuto riluttanza a fare perché le risposte arrivano a caro prezzo".

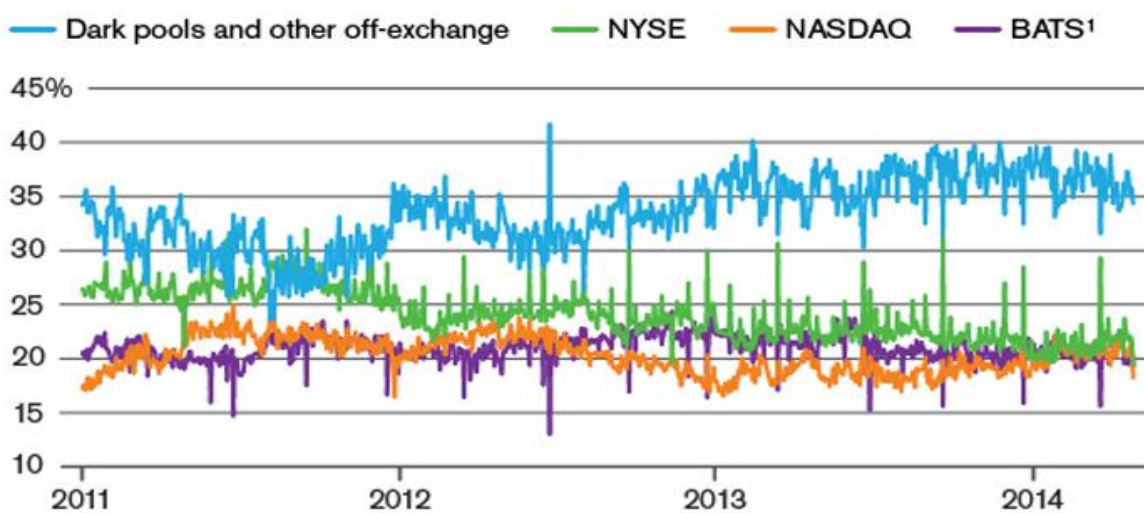
Thorsten Beck, professore di Banca e Finanza alla Cass Business School di Londra, ha detto che "le sanzioni potrebbero rendere le banche più restie ad investire in questo specifico tipo di trading, ma potrebbero anche orientarle verso altre attività money-making".

Minimizzazione dei costi e minore impatto sul mercato sono i benefici che gli operatori istituzionali sfruttano per effettuare ordini di grandi dimensioni.

Questo cosiddetto pozzo nero della finanza, però, ha causato nel Maggio del 2010 il *flash crash* ovvero il crollo della Borsa di New York, dovuto all'improvvisa caduta dell'indice Dow Jones⁶: i sistemi di gestione del rischio che erano inefficaci e i sistemi di trading automatici hanno emesso una serie di ordini in sequenza e il mercato americano è, di conseguenza, velocemente crollato. Non è semplice definire il valore complessivo di questo mercato non regolamentato: secondo i dati raccolti dalla Federation of European Securities Exchanges (FESE), nel 2013 sono stati mossi più di 260 000 miliardi di euro, mostrando quanto sia significativo e influente questo sistema sui mercati finanziari tradizionali.

Controversi sono i pareri riguardanti queste oscure piattaforme senza regole: esse danno la possibilità di operare sul mercato a bassi costi ma è evidente la mancanza di trasparenza e regolamentazione con il pericolo di distorcere i prezzi reali in Borsa.

PERCENTUALI DEI VOLUMI TRATTATI SUI MERCATI FINANZIARI AMERICANI



1 – Bats Global Markets Inc.

Come il grafico qui riportato mostra, l'utilizzo della dimensione delle dark pools e dei mercati non ufficiali è nettamente superiore al normale utilizzo delle Borse ufficiali negli Stati Uniti d'America: soltanto nella seconda metà del 2011 i volumi delle transazioni effettuate nel pozzo nero della finanza sono stati in linea con quelli della Borsa di New York (NYSE).

⁶ Il Dow Jones Industrial Average, uno dei più importanti indici di Borsa americani, misura l'andamento di trenta titoli azionari quotati sul New York Stock Exchange, ovvero la Borsa di New York: questi trenta titoli rappresentano un quarto del valore di tutti i titoli quotati in Borsa ed è quindi un metro di giudizio fondamentale per determinare le performance del mercato azionario. Ideato nel 1884 dalla Dow Jones and Company, società fondata da tre giovani reporter e che esiste ancora, questo indice continua a essere un punto di riferimento per coloro che vogliono operare nel campo della compravendita di titoli.

Ma quanto incide questa finanza ombra sul rischio sistemico nei mercati finanziari? Nel 2010 la FESE⁷, esaminando diverse ipotetiche situazioni, ha dedotto che, se ci fosse un default di una nazione e un istituto di credito rimanesse a corto di liquidità, le conseguenze potrebbero coinvolgere anche le piattaforme ufficiali, catapultando l'Europa in un'instabilità monetaria.

Secondo i dati raccolti dalle autorità di supervisione, a gennaio il valore degli scambi nelle dark pools è salito del 45% e in Dicembre il volume è aumentato del 25% rispetto all'anno precedente. I dati del FINRA⁸ mostrano un simile aumento negli stock delle dark pools: il 22% in più di azioni nel terzo quarto del 2015 rispetto allo stesso quarto del 2014.

Crossfinger, una delle due dark pool di Credit Suisse coinvolta nell'azione regolatoria, rimane una delle più popolari dark pool sul mercato, secondo i recenti dati di FINRA. La dark pool gestita invece da Barclays, denominata LX, anch'essa presa di mira dal sistema di regolazione internazionale per oltre un anno per aver, a loro detta, ingannato i consumatori, è stata una delle poche dark pools a non crescere in modo sostanziale.

Andrey Ceresney, direttore della divisione esecuzione di SEC⁹, ha espresso il suo parere riguardo questo lato oscuro della finanza affermando che “le dark pools svolgono al giorno d'oggi un ruolo rilevante nel mercato dove vengono scambiate le azioni delle società”.

Nel 2018 entrerà in vigore Mifid 2¹⁰, direttiva della Commissione Europea sulla tutela degli investitori, l'attività dei mercati finanziari e la prestazione di servizi e attività di investimento da parte degli istituti di credito. Con questa serie di regole, le negoziazioni di uno strumento finanziario non potranno superare il 4% dei volumi di ogni singolo titolo in una dark pool, che sale all'8% dei volumi totali di ogni titolo. Questa direttiva introduce una disciplina specifica delle quote di emissione e di contratti derivati aventi ad oggetto quote di emissione allo scopo di contrastare pratiche irregolari invalse nel mercato secondario.

⁷ FESE, acronimo di Federation of European Securities Exchanges, ha sede a Bruxelles ed è composta da 27 Borse dell'UE, dell'EFTA e della Svizzera. Ne fanno parte come membri associati anche 6 Borse europee fuori da queste tre aree. Ha lo scopo di promuovere gli interessi comuni degli associati, in particolare presso le istituzioni dell'UE.

⁸ Il Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), nato nel 2007 e con sede a Washington D.C, è il successore del National Association of Securities Dealers (NASD) ed è un'organizzazione non governativa ma privata che funge da organismo di autodisciplina e che regola le società quotate ed i mercati di scambio. Essa è la più grande self-organization (SRO) nel settore delle azioni negli Stati Uniti ed è responsabile per la supervisione virtuale degli intermediari finanziari e delle agenzie di intermediazione.

⁹ La SEC, la Securities and Exchange Commission, l'equivalente americano della Consob italiana, è l'autorità di sorveglianza dei mercati finanziari e quindi della borsa valori. Il suo primo obiettivo è di proteggere gli investitori e mantenere l'integrità del mercato regolamentato e non. Essa controlla il FINRA.

¹⁰ MiFID 2, ovvero Markets in Financial Instruments Directive, il nuovo testo in linea con la prima direttiva MIFID che imponeva il recepimento negli Stati membri entro il 1 novembre 2007 in materia di mercati degli strumenti finanziari.

La MiFID, però, si propone principalmente di rafforzare la tutela degli investitori: le imprese di investimento saranno tenute ad adeguarsi a regole più severe per assicurare che i clienti possano fare affidamento sul fatto che i prodotti offerti sono adeguati alle loro esigenze e alle loro caratteristiche.

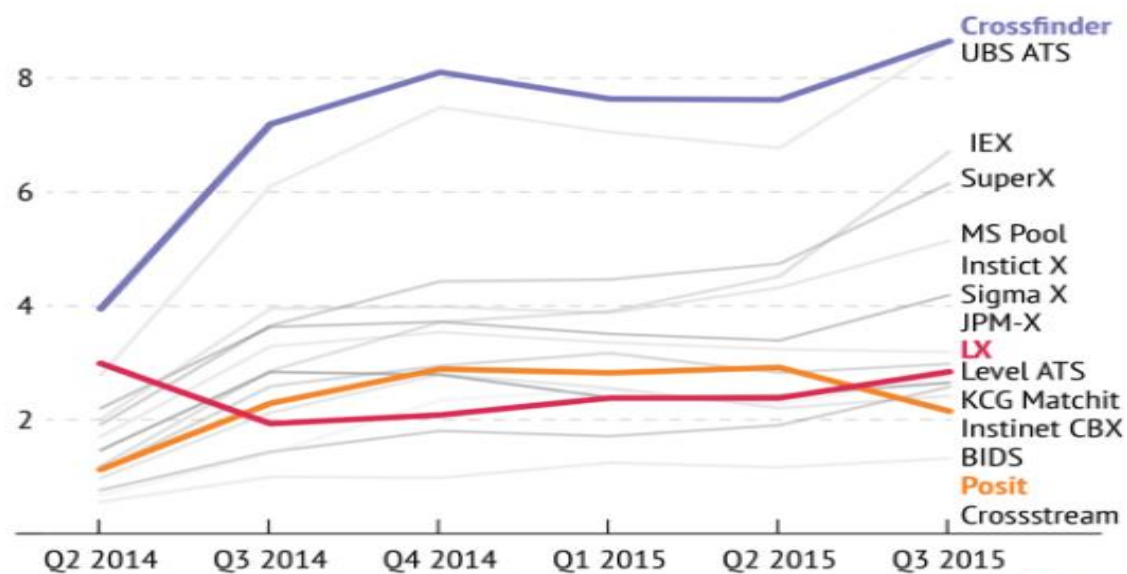
La nuova direttiva introduce un nuovo tipo di piattaforma di negoziazione denominato Organised Trading Facilities (OTF): un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato e da un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento, poiché esso consente l'incontro di richieste di acquisto o vendita di strumenti finanziari da parte di una pluralità di soggetti terzi ed è svincolato dalla disciplina prevista per gli altri sistemi essendo più semplice e privo di una struttura definita.

La possibilità di estendere questo sistema alla completa categoria degli strumenti finanziari era volta a eliminare i vuoti normativi che hanno permesso la nascita delle dark pools nei mercati azionari.

Rise of the dark pools

Most of the 15 largest dark pools have seen growth over the last year.

10 billion stocks



Source: FINRA ATS ("dark pool") quarterly data; Q3 2015 is the most recent figure available. Dark pools identified by their MPIDs, labeled with most recent names. Counts include all National Market System stocks.



Il grafico qui sopra riportato mostra l'andamento delle prime quindici più importanti dark pools attualmente attive: come si può dedurre, nel 2015 quasi tutte hanno subito una crescita, a dimostrazione che le dark pools sono uno strumento a cui le grandi società di investimento e i colossi bancari non rinunciano, nonostante gli alti e bassi.

CAPITOLO 2

LA REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI OTC NEL MONDO

*Se gli esperti di borsa fossero così esperti,
starebbero acquistando azioni, non vendendo consigli.*

(Norman Ralph Agostino)

2.1 I regolamenti negli Stati Uniti d'America

Sono ancora molti i dubbi e le perplessità per una riforma dei mercati OTC, sebbene alcune regole siano già state formulate e parzialmente introdotte in vari sistemi giuridici.

Negli Stati Uniti d'America del 2010 guidati da Barak Obama, il Congresso statunitense elabora ed emette il Dodd-Frank Act per intervenire anche sul mercato dei derivati. Questi strumenti finanziari sono sempre stati presenti in tutte le crisi degli ultimi anni, poiché non c'è modo di monitorarli, rimanendo fuori dalla supervisione delle maggiori autorità di regolamentazione del mondo. È grazie al Regulatory Data Workshop tenutosi nel luglio 2010 dalle autorità americane di controllo e dal FINRA che è emersa la mancanza di uno standard per identificare le controparti nei contratti finanziari e che ha portato dopo l'incontro dei Capi di Stato e di Governo al G-20 in Canada alla creazione di questo regolamento in America. Ufficialmente denominato Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act¹¹, è stato elaborato dall'Office of Financial Research (OFR)¹² e impone al U.S Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e alla SEC di emettere regole per il controllo delle transazioni SWAP (tra le quale la modalità di identificazione delle controparti), al fine di ridurre il rischio in alcuni segmenti del sistema finanziario americano.

Più nel dettaglio, questo nuovo regolamento è un tentativo di intervento nel mercato non regolamentato attribuendo delle specifiche aree di intervento alla SEC e alla CFTC. La SEC è incaricata di sorvegliare i security-based swap, ovvero i contratti di scambio più semplici basati su un singolo titolo, finanziamento o su una base molto ristretta di titoli o eventi. Alla

¹¹ Comunemente chiamato "Dodd-Frank", si riferisce al senatore americano Christopher J. Dodd e il rappresentante americano Barney Frank, i quali hanno partecipato in modo significativo alla creazione e all'approvazione di questo documento.

¹² L'Office of Financial Research ha l'autorità di stabilire gli standard in base ai quali le società finanziarie americane devono identificare se stesse nei rapporti con l'OFR. Esso, inoltre, aiuta a promuovere la stabilità finanziaria guardando tra i diversi sistemi finanziari al fine di misurare e analizzare i rischi, a effettuare ricerche necessarie e raccogliere e standardizzare i dati finanziari. Dopo l'approvazione del Dodd-Frank Act, esso ha anche il compito di supportare il Financial Stability Oversight Council, le organizzazioni affiliate al Council e il pubblico.

CFTC spetta il compito di monitorare tutti gli altri SWAP. Lo scopo del Dodd-Frank Act è di mettere dei limiti alla possibilità per le banche di investire in derivati: la CFTC ha specificato che i limiti devono applicarsi anche alle filiali estere delle banche americane.

Del Dodd-Frank Act fa parte anche la Volcker-Rule, dal nome del suo ideatore l'economista americano Paul Volcker, ex presidente della Federal Reserve del 2008: un insieme di norme che limita drasticamente l'attività speculativa delle banche di deposito: quest'ultime non possono investire capitali propri in transazioni di borsa, investimenti in derivati e partecipazione in hedge fund al di sopra del 3%. Questa mossa ha l'ovvio scopo di evitare un nuovo crack bancario, proteggendo i risparmiatori, scatenando di contro l'opposizione delle lobbies bancarie: la Zions Bancorporation, istituto di credito con sede nello Utah, ha stimato una perdita da 387 milioni di dollari legata alle svalutazioni e alle cessioni dei Cdo (che diventerebbero derivati troppo rischiosi secondo la Volcker-Rule). In particolare, questa norma separa le attività di "commercial" da quelle di "investment" banking, rendendo il sistema creditizio più stabile: un sistema simile è presente anche nel Regno Unito e prende il nome di Vickers Reform.

Una maggiore supervisione e un più rigoroso controllo da parte delle autorità sono un tentativo di gestire questi mercati finanziari, dopo che alcune amministrazioni pubbliche americane sono fallite proprio a causa della cattiva gestione finanziaria dei contratti derivati: il default da 2 miliardi di dollari della contea di Orange in California nel 1994 e il fallimento da 4 miliardi di dollari della contea di Jefferson in Alabama nel 2011 entrambi causati da un eccessivo rischio finanziario.

Il Governmental Accounting Standards Board (GASB)¹³ ha emanato nel 2008 lo Statement numero 53. Denominato "Accounting and Financial Reporting for Derivative Instruments", esso si focalizza sul riconoscimento, la misurazione e l'informazione riguardanti i derivati in portafoglio dello stato e delle amministrazioni locali, stabilisce i requisiti informativi dei derivati relativi ai termini contrattuali, ai rischi, al valore di mercato, ai rischi del sottostante con lo scopo di migliorare la contabilizzazione finanziaria da parte degli enti locali attraverso l'indicazione del valore dei contratti. Entrato in vigore dopo giugno 2009, pochi stati

¹³ Nata nel 1984, il GASB è un'indipendente organizzazione non politica dedicata a stabilire regole in base alle quali gli stati americani e le amministrazioni locali devono riferire informazioni finanziarie chiare, costanti e trasparenti alle autorità di controllo e supervisione americane. Il suo scopo è di implementare i Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), ovvero regole (condizioni di base, principi e vincoli) di contabilità utilizzate per preparare, presentare e depositare i bilanci per un'ampia varietà di enti, fra cui società private e pubbliche, enti senza fini di lucro e agenzie governative. Il Financial Accounting Standards Board (FASB) è la massima autorità che stabilisce i principi contabili generalmente accettati per società pubbliche e private, mentre per i governi locali e statali i GAAP sono determinati dal GASB, che opera quindi secondo una serie di presupposti, principi, vincoli diversi dai GAAP del settore privato.

americani si sono adeguati ad esso, ponendo dei limiti all'analisi empirica dei rischi e dei costi che si possono incontrare.

2.2 I regolamenti in Asia: il caso Hong Kong

Nel 2012 la Goldman Sachs disse che la migrazione degli operatori del mercato valutario verso l'Asia è iniziata già nel 2011 e continuerà ad aumentare anno dopo anno: la liquidità dei mercati asiatici, unita ad una minore regolamentazione di base, è una delle migliori presenti nell'universo valutario mondiale. Era il periodo in cui in America entrava in vigore il Dodd-Frank Act che ha ridotto l'appeal dei mercati tradizionali rispetto a quelli non regolamentati, e l'Europa guidata prima da Trichet e poi da Draghi con il suo muro alzato dalla Banca Centrale Europea. A conferma di questo spostamento verso mercati meno trasparenti, c'è un report di Morgan Stanley che ha evidenziato come gli operatori stessero guardando al mercato OTC: nonostante i tentativi da parte dei regolatori mondiali, ci sono ancora diverse piattaforme che garantiscono elevata liquidità, prezzi bassi e notevoli vantaggi rispetto ai mercati tradizionali. Di conseguenza il Giappone, uno dei Paesi dell'Asia interessati, ha cominciato a chiedere ai trader di strumenti derivati di far passare le transazioni effettuate nei mercati OTC attraverso le casse di compensazione internazionali, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e ridurre il rischio complessivo nei mercati.

Nel 2015 la migrazione non si è ancora fermata: in Cina, le autorità di vigilanza, la National Equities Exchange and Quotations Co (NEEQC), del "new third board", ovvero il mercato OTC del dragone, ha avviato un'indagine su un mercato che, cresciuto di dieci volte nel 2014 e del 70% all'inizio del 2015, vede scambiati titoli di oltre duemila aziende per una capitalizzazione totale che supera gli 1,2 mila miliardi di yuan (ovvero pari a circa 180 miliardi di euro).

Di rilevante interesse finanziario è la Regione Amministrativa Speciale della Cina: Hong Kong è un centro di servizi per le imprese asiatiche e soprattutto quelle che commerciano con la Cina ed è dunque un centro finanziario d'importanza internazionale, disponendo di una Borsa valori tra le principali al mondo (la SEHK)¹⁴. A dimostrazione di ciò, secondo l'UNCTAD¹⁵ World Investment Report 2014, nel 2013 il flusso di investimenti diretti

¹⁴ SEHK è l'acronimo di Stock Exchange of Hong Kong Limited.

¹⁵ Abbreviazione di United Nations Conference on Trade and Development, ovvero la conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e Sviluppo è il principale punto di riferimento per il trattamento integrato del commercio,

all'estero (IDE) verso Hong Kong ammontava a 77 miliardi di dollari US, subito dopo gli USA, Cina e Russia: nel successivo rapporto di UNCTAD, nel 2015 l'afflusso di IDE è stato pari a 175 miliardi di dollari US (+53,5%), risultando il secondo più grande catalizzatore di IDE a livello globale.

Per sistemare i gap strutturali del mercato dei derivati OTC che sono venuti a galla durante la crisi finanziaria del 2008, il Legislative Council ha promulgato la Securities and Futures (Amendment) Ordinance 2014 nel marzo dello stesso anno: essa fornisce una sistema di regolazione per la dimensione dei derivati OTC nel mercato di Hong Kong. L'Amendment Ordinance dunque prevede un'implementazione per fasi:

- 1) Il primo step è iniziato il 10 luglio 2015, richiedendo un report obbligatorio delle transazioni con gli interest rate SWAP (IRS) e i non-deliverable forward (NDS).
- 2) Il secondo da settembre 2016 coinvolge la rimozione di certe categorie di transazioni di IRS standardizzati in Hong Long Dollar o in una delle altre quattro valute (US Dollar, Euro, Sterlina o Jen) e il relativo report obbligatorio, con conseguente designazione di una controparte centrale; da luglio 2017, l'obbligo di report sui derivati OTC sotto le cinque classi (tassi di interesse foreign exchange, equity, credit e commodity).

Questo regime mira a ridurre il rischio sistemico e migliorare la trasparenza in questa dimensione non controllata.

A seguito dell'approvazione di questa ordinanza nel 2015, il HKMA¹⁶ e il Securities and Futures Commission (SFC) hanno sviluppato le regole dettagliate per il miglioramento della regolamentazione del mercato dei derivati OTC: il HKMA ha partecipato a diversi forum internazionali, tra cui l'OTC Derivatives Working Group (organizzato dal FSB) e l'OTC derivatives Regulators' Forum, contribuendo alle più rilevanti iniziative e monitorando da vicino gli sviluppi di una regolamentazione internazionale.

sviluppo e dei temi correlati e nelle aree dell'investimento, finanza, tecnologia. Creata nel 1964 e con sede a Ginevra, essa promuove il processo di integrazione dei Paesi in via di sviluppo nell'economia mondiale e riunisce 194 Stati.

¹⁶ L'Hong Kong Monetary Authority è stato creato nel 1993 dalla fusione dell'Office of exchange Fund e dell'Office of the Commissioner of Banking. Le sue principali funzioni e responsabilità sono disciplinate dall'Exchange Fund Ordinance e dal Banking Ordinance e riferisce al Ministro delle Finanze. Esso è l'autorità governativa a Hong Kong responsabile del mantenimento della stabilità monetaria e bancaria. Le sue principali funzioni sono: mantenere la stabilità monetaria entro i limiti del Linked Exchange Rate System, promuovere la stabilità e integrità del sistema finanziario (incluso il sistema bancario), aiutare a mantenere lo status di Hong Kong come centro finanziario internazionale (incluso il mantenimento e sviluppo dell'infrastruttura finanziaria di Hong Kong) infine gestire lo Exchange Fund.

A conferma dell'enorme potenziale di questo mercato, il turnover giornaliero del suo mercato dei derivati OTC è 1,4 mila miliardi di dollari americani, secondo l'ultimo sondaggio condotto dal HKMA insieme alla Bank of International Settlements alla fine del 2013.

Hong Kong non è un membro del G-20, ma segue molto da vicino i progetti, le riunioni e le riforme in questo ambito in modo tale da allineare la propria legislazione con i mercati globali.

Le autorità di Hong Kong hanno già promosso un documento obbligatorio per gli enti finanziari (anche se deve essere esteso ad altri prodotti scambiati nel mercato non regolamentato): hanno chiesto alle banche di spostare i loro scambi bilaterali di derivati nelle Borse poiché i leaders del G-20 del 2009 hanno richiesto un regolare rapporto riguardante i derivati scambiati al fine di controllare e contenere il rischio connesso.

2.3 I regolamenti in Europa: l'EMIR

Negli ultimi anni, sono emersi diversi tentativi per l'implementazione di eventuali regole di disclosure, settlement e clearing nei mercati OTC, anche a seguito del crollo del colosso americano Lehman Brothers¹⁷, lo sfiorato fallimento di AIG¹⁸ e la caduta rovinosa della banca Bear Stearns¹⁹ avvenuti tutti nel 2008. Questi eventi hanno messo in evidenza le debolezze di fondo nella regolamentazione del mercato dei derivati OTC anche se gli studi condotti nel Regno Unito sulla scarsa trasparenza dei mercati OTC come causa nella crisi finanziaria del 2008 hanno dato un peso solo relativo. Ma la crisi che colpì l'economia nel 2008 ha spinto i capi di Stato e di Governo a tentare una riforma nei mercati non regolamentati, riesaminando i margini di garanzia degli operatori con lo scopo di migliorare la copertura dei rischi e rendere quindi questa dimensione non regolamentata più trasparente e stabile.

D'altro canto, alcuni studi condotti da Paesi membri dell'Unione Europea e da organizzazioni internazionali hanno fatto emergere dubbi sull'effettiva convenienza dell'utilizzo di compensazioni centralizzate nei mercati non regolamentati.

¹⁷ Una delle più importanti banche d'affari dell'America, dopo lo scoppio della bolla immobiliare nel 2008, fu costretta a dichiarare bancarotta quando nessuno si azzardò a comprarla senza alcuna garanzia: i suoi registri contabili erano pieni di titoli tossici.

¹⁸ American International Group è una società assicurativa statunitense con sede a New York che nel 2007 è stata la sesta più grande società del mondo secondo la rivista Forbes.

¹⁹ Società di investimento con sede a New York: nel 2008 ha seminato il panico a Wall Street perdendo il 50% del suo valore in Borsa: ha dovuto chiedere aiuto a JpMorgan e alla Federal Reserve che hanno deciso di fornirle dei finanziamenti. I problemi della banca erano venuti a galla già nel 2007 a causa della crisi dei mutui negli Stati Uniti: due fondi speculativi gestiti dal colosso sono falliti per aver scommesso sui titoli legati ai mutui subprime, costringendola a cercare finanziamenti d'emergenza.

L'introduzione di ulteriori regole ha infatti incontrato l'opposizione di alcuni Stati europei (Olanda, Danimarca ed in particolare Regno Unito) nei quali i mercati sui derivati OTC e la finanza strutturata sono nati e si sono sviluppati notevolmente nella fase pre-crisi e non avevano quindi intenzione di perdere clienti importanti.

Le maggiori organizzazioni di categoria e i grandi dealers si sono lamentati per la rigidità introdotta nel mercato non regolamentato dal momento che questa comporterà costi più elevati per il mercato.

Nonostante ci siano pareri avversi a una maggior supervisione di questi mercati liberi, durante il G-20²⁰ del 2009 a Londra, è emersa l'esigenza di stabilire un quadro normativo di riferimento per regolamentare i derivati OTC, per rafforzare così il sistema finanziario internazionale dando stabilità e integrità ai mercati globali.

Il Regolamento n. 648/2012 (denominato European Market Infrastructure Regulation) è entrato in vigore in data 16 agosto 2012 diventando legge dell'Unione Europea, a seguito di un crescente interesse in tema di regolamentazione a livello sistemico del mercato dei derivati, specie dei derivati non quotati. La sua concreta applicazione, tuttavia, dipende dall'emanazione delle Regulation on Technical Standards (RTS)²¹ da parte dell'ESMA (European Securities and Markets Authority)²²: il Parlamento Europeo ha approvato infatti le RTS in via definitiva soltanto il 7 febbraio 2013.

Grazie a questa normativa, sono stati introdotti nuovi obblighi di clearing e di risk mitigation nei confronti di tutte le controparti nelle contrattazioni nel mercato OTC con l'obiettivo di limitare i rischi già presenti.

Nel regolamento dell'UE sono identificate tre categorie di soggetti: le controparti finanziarie, le controparti non finanziarie (ovvero tutte le imprese stabilite nell'UE, diverse dalle controparti finanziarie e dalle controparti centrali) e infine le controparti non finanziarie qualificate, che coincidono con il genere più esteso delle controparti non finanziarie. Come specificato nel regolamento, gli obblighi si applicano in funzione dell'appartenenza del soggetto ad una delle categorie sopra definite.

²⁰ Il G20 è un gruppo informale internazionale dei 19 paesi più industrializzati del mondo (Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, India, Indonesia, Italia, Messico, Regno Unito, Russia, Stati Uniti, Sud Africa e Turchia) e l'Unione Europea. È nato su iniziativa dei Ministri delle Finanze dei G7 e nato perciò come un meccanismo di dialogo informale tra economie diverse. La prima riunione si è tenuta nel 1999 a Berlino (Germania).

²¹ Norme tecniche di regolamentazione o di attuazione previste dal regolamento UE, esse sono sviluppate dalla European Banking Authority e poi presentate alla Commissione Europea per l'approvazione

²² È l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati appartenente all'Unione Europea e che dal 2011 ha il ruolo di sorveglianza del mercato finanziario europeo, garantendo l'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati mobiliari. Attraverso la valutazione dei rischi per gli investitori, i mercati e la stabilità del mercato finanziario, attraverso un codice unico per i mercati finanziari dell'Unione Europea, attraverso la promozione di la convergenza degli organi di vigilanza e la supervisione diretta delle agenzie di rating.

Alle *controparti finanziarie*, l'EMIR introduce l'obbligo di clearing, che consiste nel sottoporre a compensazione mediante controparte centrale i contratti derivati OTC, alle controparti finanziarie e l'obbligo di applicare tutte le tecniche di mitigazione del rischio previste con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale.

Sottopone anche le *controparti non finanziarie* sia all'obbligo di verifica che il valore del portafoglio di strumenti derivati OTC non superi la soglia di compensazione, sia all'obbligo di applicare tali tecniche di mitigazione del rischio con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale.

Per quanto riguarda invece le *controparti non finanziarie qualificate*, esse sono sottoposte all'obbligo di notifica alla Consob e all'European Securities Markets Authority (ESMA) dell'avvenuto superamento e dell'eventuale ritorno nei limiti delle soglie, l'obbligo di clearing (per i contratti interessati dall'obbligo e conclusi successivamente al superamento delle soglie) e all'obbligo di applicare tutte le tecniche di mitigazione del rischio previste dall'EMIR (con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale).

Il Regolamento introduce inoltre l'obbligo di reporting dei contratti derivati a una trade repository autorizzata e riconosciuta dall'ESMA, che si applica alle controparti centrali e ai soggetti appartenenti ad ognuna delle categorie citate.

Riassumendo, l'EMIR introduce delle nuove procedure di compensazione, di comunicazione delle operazioni e di gestione dei rischi significativi per le imprese: ciò significa che prevede una serie di obblighi informativi, di compensazione e di condotta, al fine di raggiungere un più alto livello di trasparenza e una riduzione del rischio sistemico sul mercato dei derivati OTC.

Nel 2010 il Ceo di Unifortune Asset Management, Alberto Giovannini, ha analizzato le inefficienze dei mercati continentali ed in particolare la disfunzione dei sistemi di regolamento e compensazione. Dopo la proposta di regolamenti sulle negoziazioni nei mercati Over the counter, presentata dalla Commissione Europea, Giovannini spiega come il rischio della controparte nelle transazioni OTC rimanga nel libro delle banche e come, al di là dell'opacità che caratterizza gli scambi, ci sia un intrinseco rischio sistemico che va tenuto presente e che è venuto a galla nella crisi del 2008. Aggiunge inoltre come la nuova regolamentazione proposta isoli il rischio di controparte nelle transazioni OTC e lo collochi al di fuori dei libri delle banche in modo tale da esser gestito da organizzazioni designate appunto per questa funzione.

CAPITOLO 3

LEGAL ENTITY IDENTIFIER: UNA RISPOSTA AL RISCHIO SISTEMICO

La fiducia è l'istituzione invisibile che regge lo sviluppo economico.

(Kenneth Arrow)

3.1 Il Global Legal Entity Identifier System

“Noi, i ministri delle finanze e i governatori della Banca Centrale del G-20, e il Financial Stability Board (FSB) abbiamo redatto la *Chart for the Regulatory Oversight Committee (ROC)* per il Global Legal Entity Identifier (LEI) System. Il Global LEI System è composto dal ROC e da un altro soggetto operativo, costituito dal Global LEI Foundation (che opera come Central Operating Unit, COU) e da unità operative federate denominate Local Operating Unit (LOU) con il ruolo di gestire e fornire la registrazione e altri servizi”. È così che nel novembre del 2012, dopo il G-20 a Los Cabos (Messico), nel forum mondiale dei ministri delle Finanze e dei governatori della Banca Centrale, viene steso il documento fondamentale in cui si delineano i principi, gli obblighi, i doveri, le funzioni e tutto l'insieme di regole governative che fungerà da base per il LEI, proposto come strumento per ridurre il rischio sistemico nelle transazioni finanziarie nel mercato dei derivati OTC.

Nella dichiarazione del G-20 dopo l'incontro a Los Cabos, infatti, si legge come il gruppo dei 20 incoraggi nuovamente il report sul progresso fornito dal FSB e che “riafferriamo il nostro impegno che tutti i contratti derivati nel mercato OTC dovrebbero essere scambiati su borse e piattaforme elettroniche, dove sia presente una controparte centrale per la fine del 2012, e ora che sono stati compiuti progressi significativi, le giurisdizioni dovrebbero rapidamente finalizzare le decisioni di elaborare regolamentazioni in linea con le raccomandazioni del G-20”.

A seguire si legge che “noi sosteniamo le raccomandazioni del SFB riguardanti il framework per lo sviluppo di un Global LEI System per l'identificazione delle parti nelle transazioni finanziarie, con una struttura governativa globale rappresentante del pubblico interesse. Il sistema LEI sarà lanciato nel marzo del 2013 e chiediamo al FSB di riferire sui progressi nel novembre del 2012 al meeting dei ministri delle finanze e dei governatori della Banca Centrale. Noi infine incoraggiamo, a livello globale, l'adozione del LEI al fine di sostenere le autorità e i partecipanti nel mercato, identificando e gestendo il rischio finanziario.”

Facendo un passo indietro, i capi di Stato e di Governo cominciarono a parlare per la prima volta di un Global LEI System al Summit di Cannes (Francia) nel 2011: “Dobbiamo assicurare che i mercati offrano una allocazione efficiente degli investimenti e dei risparmi nelle nostre diverse economie e non creino rischi per la stabilità finanziaria. A tal fine, ci impegniamo a rendere effettive le raccomandazioni iniziali mosse dall’IOSCO sull’integrità e efficienza del mercato, includendo misure per affrontare i rischi creati dal trading e dalla liquidità nera. Noi sosteniamo la creazione di Global LEI che identifica in maniera univoca le parti nelle transazioni finanziarie. Chiediamo, dunque, al FSB di prendere in mano la coordinazione tra le diverse autorità di regolazione e di preparare le raccomandazioni per un appropriato framework governativo, rappresentante dell’interesse pubblico, entro il nostro prossimo Summit”.

“A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets” è il report del FSB, scritto nel giugno del 2012, in cui vengono specificati 15 principi per il Global LEI System e 35 raccomandazioni per lo sviluppo di un unico sistema di identificazione delle parti nelle transazioni finanziarie e grazie al quale poi viene redatto il documento più dettagliato sull’applicazione pratica di questo nuovo sistema. Questo sistema, dunque, dovrebbe contribuire ad alcuni obiettivi per la stabilità finanziaria.

Come dichiarato nel report, la mancanza di un sistema di identificazione comune, accurato e sufficientemente completo ha fatto sorgere molte problematiche. Per esempio, uno dei risultati del report scritto dal CPSS-IOSCO del 2012 sulle informazioni riguardanti i derivati OTC chiamato *“report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirement”*, una singola società può essere identificata con nomi o codici differenti che un sistema automatico potrebbe interpretarli come riferimenti a società diverse. Le singole aziende potrebbero risolvere questo problema spendendo ingenti quantità di denaro sul “data cleaning” e sullo sviluppo di sistemi di gestione delle informazioni su misura al fine di permettere una maggiore aggregazione dei dati, ma esso è estremamente costoso e non può essere conciliato tra le diverse imprese. Perciò, il Global Entity Identifier System (GLEIS) ha l’obiettivo di aumentare il grado di trasparenza sui mercati OTC, permettendo l’identificazione delle controparti.

Il più recente obiettivo è di introdurre una struttura che potrebbe far nascere un unico sistema di identificazione per tutti i soggetti legali partecipanti ai mercati finanziari di tutto il mondo. Ogni soggetto viene registrato e gli viene assegnato un codice univoco al quale sarebbe associato un insieme di informazioni di riferimento (gli elementi base come il nome e

l'indirizzo e altre informazioni più complesse, come le relazioni gerarchiche all'interno dell'azienda).

Ai potenziali utenti, le autorità di regolazione e l'intero mercato, il sistema LEI e la condivisione di informazioni sarebbero garantiti gratuiti e di libero accesso. Perciò un sistema LEI di alta qualità offrirebbe benefici sostanziali alle società finanziarie e ai partecipanti del mercato che stanno spendendo molti soldi nella ricerca di informazioni sulle controparti.

Nel settore pubblico, un sistema unico di identificazione dei soggetti legali, sostenuto da una fonte di informazioni di alta qualità, offre benefici importanti attraverso un ampio lavoro normativo e analisi della stabilità finanziaria. Il sistema LEI fornisce uno strumento importante per incrementare la gestione del rischio sistemico. I principali benefici sono:

- Una migliore aggregazione e analisi delle informazioni;
- Una potenziata supervisione decisionale;
- Un supporto per la regolare decisione;
- Una protezione contro l'abuso del mercato.

L'introduzione di un sistema globale LEI potrebbe inoltre fornire sostanziali guadagni ai partecipanti del settore privato nei mercati finanziari. In particolare, alcuni benefici sono:

- Un miglioramento della gestione del rischio;
- Un'efficienza operativa;
- Un potenziamento del report governativo.

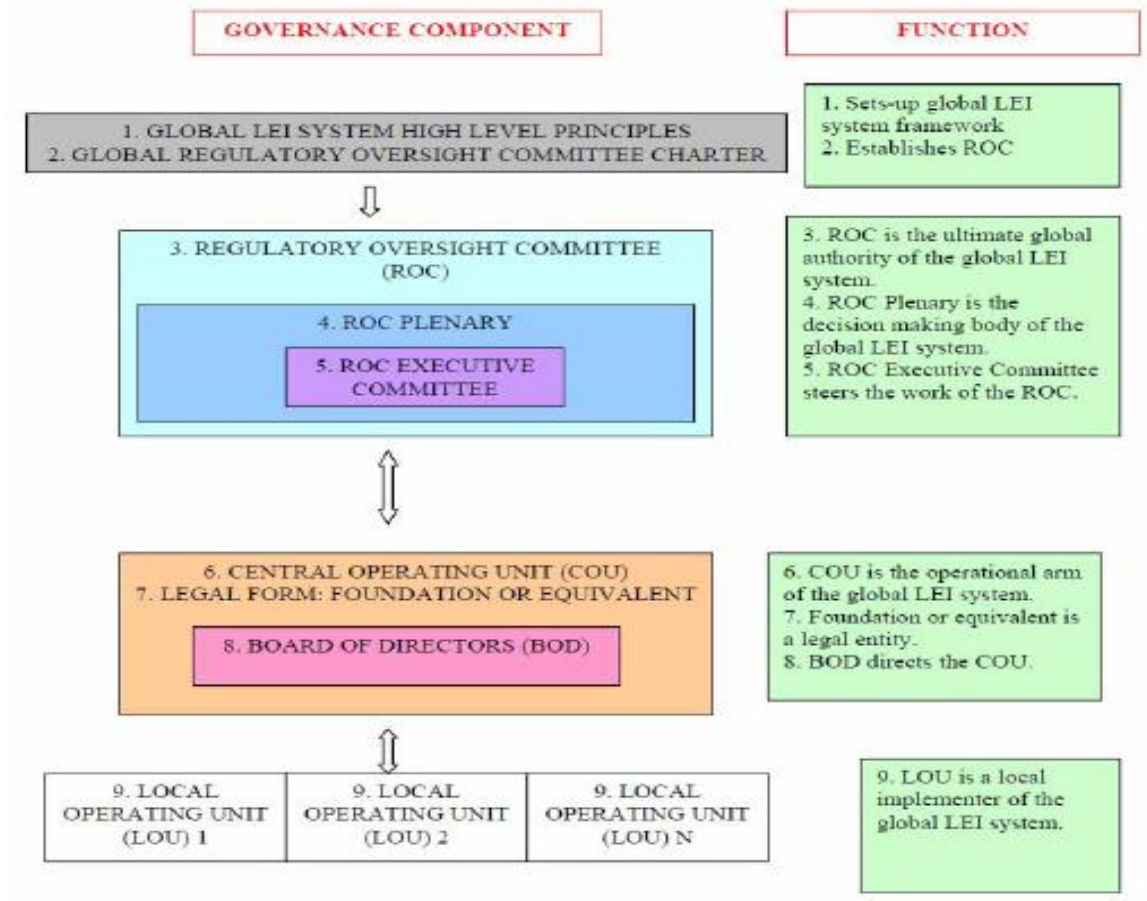
C'è un accordo tra le autorità pubbliche e i partecipanti del mercato finanziario sui meriti della realizzazione di un sistema globale uniforme per il Legal Entity Identifier: tale sistema fornirebbe un prezioso "building block" al fine di contribuire alla stabilità finanziaria. Questo mattoncino ridurrebbe i rischi operativi aziendali, mitigando la necessità di sistemi su misura al fine di riconciliare l'identificazione delle parti e supportare l'aggregazione delle posizioni di rischio e i dati finanziari (che creano sostanziali costi superflui alle diverse economie). Esso potrebbe anche facilitare direttamente il processo. Ma a dispetto di numerosi tentativi del passato, l'industria finanziaria non ha avuto successo nella realizzazione di un comune Global LEI. Il settore finanziario è di conseguenza allo stallo dietro a molti altri settori nell'introduzione di una struttura coerente e globale per l'identificazione delle controparti.

La crisi finanziaria ha fornito un incentivo allo sviluppo del sistema LEI: le autorità internazionali di regolazione hanno riconosciuto l'importanza del LEI come un componente chiave per i necessari miglioramenti nei sistemi di gestione dei dati finanziari. Per fornire un ulteriore stimolo, il FSB ha ricevuto, come detto sopra, un mandato dal G-20 per condurre la

coordinazione di una regolamentazione internazionale e per portare a termine concrete raccomandazioni sul LEI.

Il seguente diagramma, estratto dal documento ufficiale del FSB, illustra le diverse componenti governative che formano il Global LEI System, dai principi di base dell'intero sistema alle singole Local Operating Unit (LOU), e le relative funzioni.

Annex 1: Global LEI system diagram



3.2 I numeri nel mondo e le LOU

Nella pratica, il Financial Stability Board propone una struttura che comprende:

- il Regulatory Oversight Committee (ROC) ha la responsabilità ultima della governance del sistema LEI.
- il Central Operating Unit (COU), il fondamentale braccio operativo del Global LEI System, ha la responsabilità della gestione di azioni di alta qualità. In particolare, esso ha la responsabilità di assicurare la corretta applicazione di uno standard globale e dei

protocolli; esso sarà un soggetto legale nella forma di una fondazione no-profit che fa affidamento sull'ampia partecipazione del settore, competenza e conoscenza per identificare e sviluppare un metodo tecnologicamente e legalmente solido per migliorare il sistema LEI in linea con gli standard e il framework definiti dal ROC. Un Board of Directors (BOD) dirigerà le operazioni del COU e fornirà raccomandazioni coerenti con l'High Level Principles del Global LEI System e rifletterà la natura pubblica del bene.

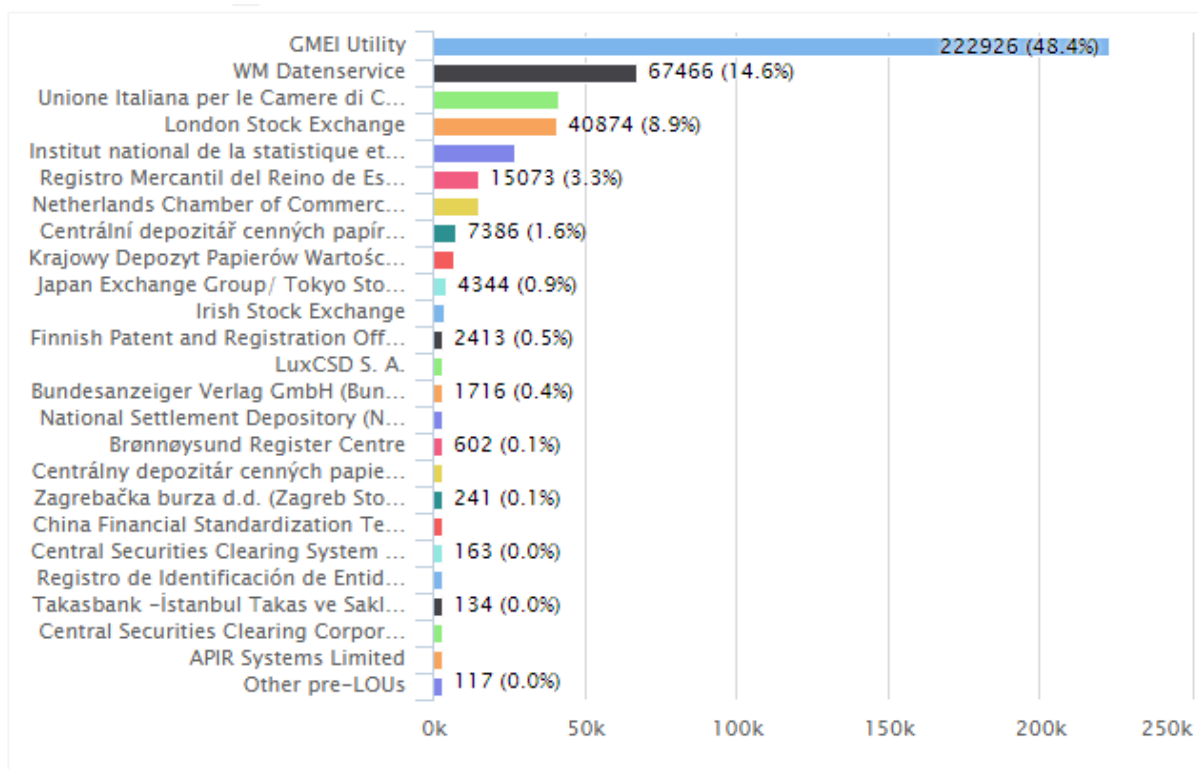
- le Local Operating Unit (LOU) avranno il compito di procurare la principale interfaccia per i soggetti che vogliono registrarsi per avere un codice LEI. Esse saranno i mezzi locali per un sistema globale. Le LOU avranno il compito di offrire i mezzi come per esempio la registrazione locale, la convalida e il mantenimento delle informazioni di riferimento; la protezione delle informazioni che devono essere conservate localmente; e saranno d'aiuto per facilitare l'uso delle lingue dei diversi Paesi e dei diversi tipi di organizzazione.

Secondo la raccomandazione numero 17 del documento redatto dal Financial Stability Board nel 2012, il sistema LEI dovrebbe dare origine a una struttura locale per tutte le funzioni del LEI che secondo il ROC possono essere decentralizzate.

La prima LOU dovrebbe essere creata negli Stati Uniti d'America al fine di avviare uno scambio di informazioni come richiesto dall'U.S Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Un obiettivo importante di questo sistema globale è di assicurarsi che il Global LEI System abbia un modello di auto-finanziamento: il Global LEI System deve essere no-profit e non ci devono essere dunque profitti per i service provider (ovvero i fornitori di questo servizio). Questo sistema di finanziamento stabile ha due componenti: un addebito locale, e una tassa comune per sostenere le funzioni centrali del COU e del ROC. Pertanto, il costo per ottenere un codice LEI dovrebbe essere modesto e non una barriera all'acquisto.

Al 13 settembre 2016, i codici emessi dal Global LEI System, attraverso le LOU nel mondo, sono 461.036 secondo quanto riporta il sito ufficiale della fondazione GLEIF. Nel grafico che segue, i codici emessi sono stati suddivisi per emittente, ovvero la LOU autorizzata dal GLEIF: come si può dedurre, l'Italia si classifica terza, avendo emesso 41.238 codici totali, dopo Stati Uniti e Germania.



LEI Data Field: Registration.ManagingLOU

Come stabilito dal ROC e nel rispetto delle indicazioni del GLEIF, la Local Operating Unit è il soggetto operativo che gestisce direttamente almeno una delle componenti sostanziali del servizio (il rapporto con gli utenti, il rilascio e la manutenzione dei codici, la gestione amministrativa e finanziaria): in Italia questo compito è svolto da Unioncamere, l'Unione Italiana per le Camere di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura, attraverso una partnership con InfoCamere S.c.p.a.²³, il braccio tecnologico e operativo del sistema camerale. Nel 2014 Unioncamere ha conseguito lo stato di pre-LOU italiana a seguito dell'endorsement preliminare del ROC e grazie anche alla sponsorship di Banca d'Italia e Consob, che hanno riconosciuto nel Registro Imprese lo strumento fondamentale per l'identificazione dei soggetti assegnatari del codice.

Da gennaio 2014, dunque, InfoCamere svolge le funzioni operative, tecnologiche e amministrative connesse all'attività di rilascio e di gestione dei codici LEI: codici che hanno lo scopo di identificare univocamente, sui mercati finanziari internazionali, gli operatori che trattano prodotti derivati. Di conseguenza, l'attività di InfoCamere è collocata nel più ampio sistema internazionale di regolamentazione e controllo sulle operazioni finanziarie: in questo

²³ InfoCamere è la società di informatica per azioni delle Camere di Commercio, con sede legale a Roma e che mette a disposizione il servizio di rilascio e gestione informatica del codice LEI nell'interesse di Unioncamere in qualità di pre-LOU designata per l'Italia.

ambito, essa partecipa dunque al Global LEI System, ovvero l'hub informativo nato per garantire la conoscibilità dei codici rilasciati da tutte le LOU finora costituite nel mondo.

Secondo quanto riporta il sito ufficiale di InfoCamere, i soggetti giuridici a cui il LEI Italy offre il servizio di rilascio del codice LEI sono le imprese italiane, i comparti dei fondi di investimento italiani gestiti da società iscritte nel Registro di Imprese italiano, i fondi pensione italiani e tutti gli enti diversi dai precedenti che sono soggetti all'obbligo di reporting secondo le regole stabilite dalla normativa EMIR.

In Italia, le tariffe stabilite dal consiglio di amministrazione di InfoCamere per la richiesta e il rinnovo del codice LEI sono rispettivamente pari a 100,00 euro più IVA e a 70,00 euro più IVA.

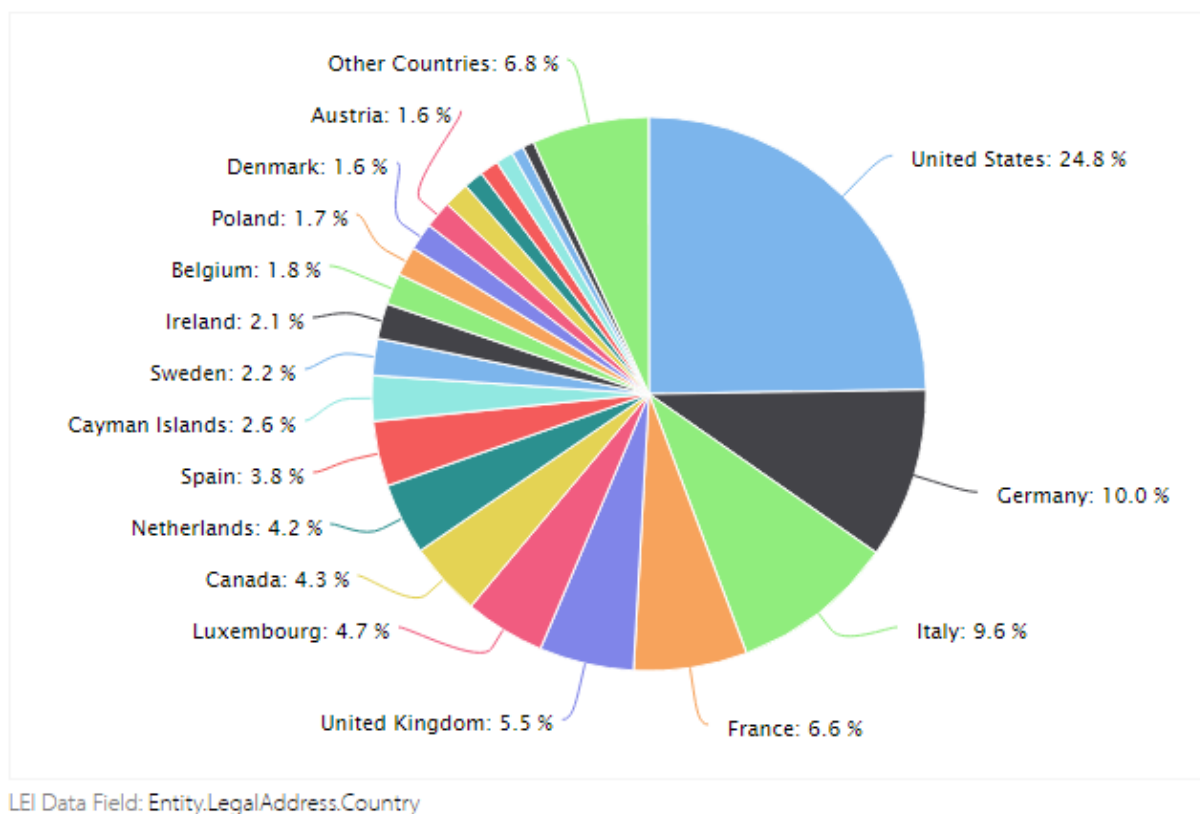
Attualmente nessuna pre-LOU è diventata ufficialmente LOU: il passaggio formale successivo all'accettazione della candidatura da parte del GLEIF è la firma di un contratto standard tra le parti, denominato *Master Agreement*. Questo è il documento legale che stabilisce i diritti e gli obblighi sia del GLEIF che della candidata a LOU in merito alla partecipazione al GLEIS: descrive il processo di accreditamento, stabilisce le regole per l'assegnazione e il rinnovo dei codici, richiama le norme sulla proprietà intellettuale per i codici e i dati dei soggetti ad essi riferiti, richiama anche gli aspetti legati alla protezione dei dati, le regole anti-trust a livello globale e locale e infine individua il foro per la risoluzione delle controversie. Il Master Agreement, perciò, stabilisce gli oneri di contribuzione al GLEIF (pari a 20 dollari americani per ciascun codice attivo) e le modalità di trasferimento degli importi alla Fondazione.

La Fondazione dichiara 28 pre-LOU abilitate, di cui 17 in Europa, 6 in Asia, due in America, una in Australia e due nel continente africano.

Negli Stati Uniti, la pre-LOU autorizzata è il Global Markets Entity Identifier (GMEI) Utility in collaborazione con SWIFT, essa crea e assegna i codici LEI riconosciuti in tutto il mondo secondo lo standard ISO 17442. Il costo di un codice LEI è 209,62 euro: in accordo con il piano di finanziamento del GLEIF, ogni registrazione è anche soggetta a una tassa di 19,92 euro per ogni codice. Il costo del rinnovo varia a seconda dei mesi aggiunti, partendo da una base di 104,81 euro con l'aggiunta della tassa di 19,92 euro ogni anno.

La seconda più grande pre-LOU a livello mondiale è la Germania con il WM Datenservice: è il più grande organismo di certificazione europeo per il Legal Entity Identifier ed è quindi un fornitore di servizi per l'industria finanziaria tedesca. Secondo quanto è riportato nel sito

ufficiale, il prezzo per ottenere un codice LEI è di 140,00 euro (escluso il contributo di 20 dollari dovuto al GLEIF) e il rinnovo annuale ammonta a 90,00 euro.



Il grafico a torta sopra esposto, aggiornato a metà settembre 2016, riporta le percentuali dei codici LEI suddivisi per nazione: l'Italia si colloca al terzo posto con il 9.6% del numero totale di codici emessi nel mondo. Il sito web del GLEIF effettua aggiornamenti quotidiani riguardo ai numeri dei codici emessi dalle diverse LOU sparse in tutto il mondo, in modo tale da permettere una totale trasparenza.

3.3 Le prospettive future

Visto che un unico sistema LEI per i mercati finanziari offre molteplici o collettivi benefici, un'ovvia domanda è: perché questo tipo di sistema non è già in vigore e in uso? La ragione principale è che i benefici del sistema sono collettivi e sono raccolti dagli utilizzatori e il più ampio pubblico come un unico gruppo. Ci sono, insufficientemente, forti incentivi nei mercati privati al fine di superare due fonti del fallimento del mercato. Il primo è un problema di

azione collettiva e coordinazione, che riflettono le sfide per ottenere un accordo vantaggioso (dal momento che un particolare schema di identificazione può offrire un approccio migliore). Il secondo fallimento del mercato riflette il problema di lancio di un network: infatti, i benefici derivanti dal sistema aumentano a mano a mano che le parti acquistano un codice LEI.

Questi fallimenti del mercato supportano il punto di vista che il LEI è per natura un bene pubblico, offrendo benefici collettivi che sono difficili da ottenere con il mercato privato soltanto: l'intervento pubblico, per esempio, che richiede l'uso del LEI per riferire le posizioni che sarebbero necessarie per rompere queste barriere e portare avanti questa iniziativa. La rimozione di queste barriere fornisce un'opportunità per un approccio coordinato tra il settore pubblico e quello privato nel far nascere il sistema LEI. Il report di CPSS-IOSCO del 2012 sottolinea che "poiché è un sistema disponibile universalmente per l'identificazione unica delle parti nelle diverse applicazioni alle informazioni finanziarie, il LEI costituirebbe un bene pubblico globale".

Bureau Van Dijk e Dunn & Bradstreet sono i nomi di due società che possono essere considerate, per un certo verso, competitors del Global LEI System.

Dunn & Bradstreet, società privata americana che fornisce servizi per la gestione del credito, mette in relazione un codice di identificazione univoco di nove cifre che viene assegnato a ciascuna società censita nel suo database per consentirne l'identificazione in modo univoco e metterla in relazione con altre aziende: il DUNS Number. Un sistema di identificazione utilizzato dalle organizzazioni più autorevoli del mondo, è riconosciuto e raccomandato da più di cinquanta associazioni mondiali, settoriali e professionali (tra cui il Governo degli Stati Uniti, le Nazioni Unite e il Governo australiano). Il Data Universal Numbering System, nato nel 1963, è diventato lo standard utilizzato per rintracciare tutte le aziende che operano a livello globale e dal governo federale americano per gestire l'allocazione dei soldi pubblici, e secondo quanto è scritto nel sito ufficiale della società, sono stati emessi 225 milioni di codici. È stato poi sviluppato il D-U-N-S +4 Number, un codice DUNS con suffisso di quattro numeri che aiuta clienti, venditori e governi a identificare unità più piccole per scopi contabili, che non sono garantiti dalla Dun & Bradstreet poiché creati internamente alle società. Ciò nonostante, questo sistema presenta delle diversità rispetto al codice LEI: un maggior prezzo d'acquisto del codice, non dimenticando che, promosso dal G-20, il LEI ha un sospiro più globale ed è perciò gestito dal ROC e dal GLEIF (enti internazionali no-profit).

Dalla nascita e diffusione del Global LEI System, negli Stati Uniti d'America si discute di una possibile sostituzione dei DUNS Numbers con i codici LEI.

D'altro canto, la Bureau Van Dijk, ente separato nel 1991 dalla Bureau marcel Van Dijk, possiede 800 dipendenti in oltre 30 sedi in tutto il mondo ed integra le informazioni dei principali information provider internazionali, fornendo un database con dati dettagliati sulle aziende, banche ed assicurazioni italiane ed estere, rating, probabilità di default, assetto societario e molto altro, rappresentando uno strumento unico sul panorama internazionale.

CONCLUSIONE

Come è stato già accennato nell'introduzione all'elaborato, il volume di attività finanziarie nel mercato OTC ha raggiunto volumi tali che le autorità di supervisione e vigilanza nazionali e sovranazionali sono dovute intervenire per tentare una regolamentazione.

In più, anche i Capi di Stato e di governo dei Paesi economicamente più sviluppati hanno sentito la necessità di introdurre un sistema di codifica delle controparti nelle transazioni finanziarie del mercato dei derivato OTC: il Global Legal Entity Identifier System. Un codice univoco di identificazione che ha lo scopo di aumentare la trasparenza nei mercati non regolamentati, elaborato a livello internazionale durante il G-20, il più importante forum per la cooperazione economica internazionale.

L'interesse per questo recente strumento internazionale mi ha dato la possibilità di incontrare la Dott.ssa Clare Rowley, responsabile delle business operations della Fondazione GLEIF, nella sede di Ginevra, dopo svolge la maggior parte delle sue attività.

Come ha confermato il colloquio e le riflessioni fatte, il futuro di questa struttura non dovrà essere solamente nel mercato dei derivati OTC ma piuttosto che venga accolta e utilizzata anche in tutti gli altri settori di questo mercato così vasto e in Europa il MiFID 2 ha introdotto delle importanti novità al riguardo, a differenza degli USA che sono più indietro nella promozione di tali sistemi.

Ritengo che questo sistema così ben strutturato rappresenti uno strumento valido per la contribuzione alla riduzione del rischio sistemico, senza costituire un aggravio significativo per i soggetti coinvolti, sia in termini di costi che di operatività degli stessi.

Da un punto di vista della procedura di rilascio e rinnovo di questi codici, inoltre, l'impegno dei soggetti è accettabile e adeguato alla necessità di garantire un riconoscimento affidabile degli stessi. Del resto, un sistema di controllo più complesso e invasivo delle transazioni finanziarie, e più in generale dei mercati OTC, potrebbe rappresentare una maggiore garanzia per il sistema finanziario internazionale da un lato, ma dall'altro potrebbe avere come conseguenza una minore diffusione e la ricerca di forme alternative meno trasparenti da parte dei partecipanti del mercato. Si pensi a tal proposito alla crescita registrata negli ultimi anni delle *dark pools*, questi enormi pozzi neri dell'economia internazionale senza regolamentazione, di cui ho dato conto nel primo capitolo di questo documento.

Di recente interesse sono anche gli spostamenti di attività finanziarie verso lo *shadow banking*, l'attività creditizia svolta da soggetti non bancari come i fondi di investimento, che si sono verificati nel corso del 2015, come risulta dal rapporto di settembre 2016 inviato alla

Commissione Europea e alla BCE dal Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESA), nel quale viene dichiarato che “in Europa le attività amministrative dello shadow banking hanno raggiunto a inizio 2015 i 28 mila miliardi di euro, una cifra superiore a quella dell’interno sistema bancario dell’Unione”.

BIBLIOGRAFIA & SITOGRAFIA

Tardivo G., Damilano M., Viassone M., (2013) "La gestione dei mercati finanziari", Franco Angeli (solo alcuni capitoli)

Mishkin F., Eakins S., Forestieri G., (2012), "Istituzioni e mercati finanziari", Pearson (solo alcuni capitoli)

<https://www.investireoggi.it>

<http://www.consob.it>

<http://www.credem.it>

<http://www.ilsole24ore.com>

<http://www.panorama.it/economia>

<http://www.linkiesta.it>

<https://www.pwc.com>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.repubblica.it>

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/>

<http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>

<http://www.accountingfoundation.org>

<http://www.bankpedia.org>

<http://www.lapresse.it>

<http://www.linkiesta.it>

<http://www.valori.it/finanza-etica>

<http://www.scmp.com>

<http://www.sfc.hk>

<http://www.deacons.com>

<http://www.scmp.com>

<http://www.moneycrashers.com>