



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

***IL RUOLO DEGLI STRUMENTI DERIVATI NELLA CRISI
FINANZIARIA E PRINCIPALI INTERVENTI NORMATIVI AL SISTEMA
FINANZIARIO***

RELATORE:

CH.MO PROF FABRIZIO CERBIONI

LAUREANDO: RICCARDO SIHUA BELLUCCI

MATRICOLA N° 1088764

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Sommario

Abstract	3
Capitolo introduttivo: definizione, tipologie e storia degli strumenti derivati	3
Gli strumenti derivati: definizione	3
Tipologie di strumenti derivati.....	5
Breve storia degli strumenti derivati	9
Capitolo II: il massiccio sviluppo dei derivati nel periodo pre-crisi e il loro ruolo nella crisi finanziaria	12
La cartolarizzazione	12
Il processo di cartolarizzazione dei mutui.....	14
Una crescita alimentata da più attori.....	18
Le conseguenze del modello “originate to distribute”	22
Il ruolo dei derivati nella crisi sistemica	23
Capitolo III: I principali interventi normativi in Europa successivi alla crisi finanziaria	27
Le linee guida.....	27
La regolamentazione di mercati, intermediari finanziari e prodotti finanziari.....	29
Dodd-Frank Act.....	29
La direttiva MiFID 2 ed il Regolamento MiFIR	30
Regolamento EMIR.....	31
Regolamentazione dei fondi d’investimento, delle remunerazioni dei manager e delle agenzie di rating	31
Regolamento europeo sulla cartolarizzazione	33
La vigilanza sul credito	34
Basilea III.....	34
I principi contabili.....	37
Il nuovo IFRS 9.....	37
L’OIC 32	40
Conclusioni	42
Bibliografia	45
Sitografia	46

Abstract

I derivati vengono molto citati al giorno d'oggi nel gergo comune, spesso in relazione alla crisi finanziaria, venendo classificati come strumenti tecnici della finanza scollegati dalla realtà e capaci di creare meccanismi molto complessi dall'alto potenziale distruttivo per l'economia reale. Per quanto questa visione abbia dei fondamenti veritieri, i derivati sono degli strumenti con una lunga storia alle spalle molto più intrecciata all'economia reale ed agli scambi tra individui di quanto oggi si pensi, dotati sì di alto potenziale distruttivo ma solo attraverso il loro utilizzo distorto in assenza di un'efficace regolamentazione. L'animo di questa prova finale è quindi prima quello di spiegare nozione, origine e caratteristiche di questo imprescindibile strumento finanziario, ed in seguito quello di analizzare il ruolo che hanno avuto nella crisi finanziaria per comprendere i cambiamenti avvenuti successivamente al sistema finanziario e alla loro regolamentazione.

Capitolo introduttivo: definizione, tipologie e storia degli strumenti derivati

Gli strumenti derivati: definizione

I derivati, come suggerisce l'etimologia del nome, sono strumenti finanziari il cui valore dipende da qualcos'altro, più precisamente dall'andamento del valore di un'attività finanziaria oppure dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. Il titolo, il bene reale o l'evento che influenza il derivato prende il nome di sottostante del prodotto derivato o underlying asset.¹ Esempi di sottostanti sono: tassi d'interesse, azioni o indici azionari, tassi di cambio, merci e materie prime. Dal punto di vista contrattuale l'oggetto del contratto non è il sottostante ma il differenziale tra il valore di riferimento nel momento della stipulazione del contratto ed il valore assunto alla data di realizzazione. Il differenziale viene definito netting quando è riferito a pagamenti periodici e payoff se il pagamento viene liquidato alla scadenza.²

La funzione economica e finanziaria di un derivato è: "Assicurare alle parti un certo risultato rispetto all'evoluzione futura del valore di un bene o anche alla evoluzione di un rapporto; tale risultato viene ottenuto modificando la situazione economica delle parti rispetto alla condizione

¹ Consob, "I Derivati". Disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/i-derivati [data di accesso: 02/05/17]

² Patroni Griffi, U. I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in Riv. Dir. banc., dirittobancario.it, 23, 2012

in cui si sarebbero trovati in assenza della stipulazione di un derivato o del suo successivo acquisto”.³ Da questa definizione è possibile distinguere i contratti derivati da normali contratti di scambio e definirli come contratti con effetti di organizzazione e gestione di un rischio finanziario. I derivati si distinguono così sia dagli strumenti finanziari primari, quali le azioni o le obbligazioni, il cui valore non dipende da quello di altri strumenti finanziari e che non hanno finalità di copertura del rischio, sia da strumenti contrattati con liquidazione non differita come i contratti che prevedono un acquisto “a pronti” di valori mobiliari (mentre i derivati prevedono sempre una liquidazione differita).⁴ Le finalità riconducibili all’utilizzo dei derivati sono tre:

- Finalità di copertura o hedging: lo strumento derivato viene utilizzato per ridurre il rischio, dovuto alla dinamica sfavorevole di variabili di mercato, di una posizione di mercato posseduta. La sua costruzione avviene, infatti, in modo tale da risultare speculare all’attività che si intende coprire (l’andamento del derivato e dell’attività sottostante sono opposti, il buon esito di uno implica la perdita dell’altro). Inserendo appositi derivati in un portafoglio preesistente è possibile ridurre il rischio finanziario attraverso il meccanismo della diversificazione⁵.
- Finalità speculativa o trading: la gestione dei derivati ha il solo obiettivo di assumere posizioni rischiose per produrre profitti, a differenza della finalità di copertura si acquista il prodotto derivato a prescindere dal possesso o meno dell’attività sottostante. Tutto è basato sulle previsioni personali riguardanti l’andamento delle variabili di mercato, si acquisteranno derivati se si prevede un futuro rialzo del prezzo del sottostante e si venderanno se si prevede un futuro ribasso.
- Finalità di arbitraggio: il legame che lega il derivato al suo sottostante apre alla possibilità di implementare strategie di arbitraggio, che garantiscono profitti certi privi di rischio. Tali strategie sfruttano le differenze tra il prezzo del derivato ed il prezzo che il derivato dovrebbe avere in base al prezzo del sottostante. Si tratta di strategie temporanee in quanto l’opportunità di arbitraggio, una volta colta, porta al riallineamento dei prezzi.

³ CONSOB-Divisione Studi (2016), “Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria, Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime”; 1, pag. 9

⁴ Treccani, “Derivati Finanziari”. Disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_\(Enciclopedia-Italiana\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_(Enciclopedia-Italiana)/) [data di accesso: 03/05/17]

⁵ Ovvero la presenza di un elevato numero di strumenti finanziari differenti fra di loro che implica una diversa reazione di ognuno di essi all’andamento del mercato. In un portafoglio diversificato le perdite di alcuni strumenti vengono compensate dai guadagni di altri, questo azzerava il rischio specifico di ogni titolo.

Tipologie di strumenti derivati

Gli strumenti derivati si possono dividere nelle seguenti categorie:

1. **Contratti a termine**, si tratta di un accordo che impegna le parti a concludere una transazione con regolamento a una data futura (“a termine”) nella quale il prezzo del sottostante è stabilito al momento della negoziazione.⁶ I derivati appartenenti a questa categoria sono derivati simmetrici, ovvero vincolanti per entrambi le parti che sottoscrivono il contratto; alla scadenza del contratto può avvenire la consegna fisica del sottostante (physical delivery) o la liquidazione del suo valore (cash settlement).

All'interno dei contratti a termine si distinguono due tipi di derivati:

- I Forward, che sono derivati negoziati fuori dalla borsa (detti OTC, Over The Counter, quindi non in mercati regolamentati), questo permette da una parte di personalizzare il contratto a seconda delle esigenze specifiche ma dall'altra di esporre al rischio di credito della controparte, ovvero alla possibilità che la controparte non riesca ad onorare la sua parte di contratto.⁷
- I Futures, che sono contratti derivati standardizzati scambiati su mercati regolamentati in cui le specifiche (come ad esempio la tipologia di sottostante, la quantità scambiabile o la data di scadenza) non sono modificabili. Compratore e venditore stabiliscono soltanto la quantità di contratti insieme al prezzo a cui intendono acquistare o vendere.

A differenza dei forward, nei mercati dei futures il rischio d'insolvenza della controparte viene azzerato dalla presenza di un intermediario, la clearing house, che svolge il compito di assicurare il buon fine delle operazioni. La clearing house, infatti, si fa carico della garanzia dell'adempimento dei contratti, cosicché compratore e acquirente non sono più obbligati fra di loro ma ciascuno si assume l'obbligo nei confronti della clearing house, la quale per questo servizio riceve come corrispettivo un margine di garanzia, cioè una somma di denaro in percentuale del valore del future calcolata in base alla probabilità di variazione massima che

⁶ Signorini, L.F. (2015), “Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”. Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 15 giugno 2015, pag. 3

⁷ Sundaram, R.K. (2013), “Derivatives in Financial Market Development”. IGC working paper, pag. 30

esso può assumere nell'arco di una giornata. La possibilità di personalizzazione, però, rende più versatile il forward rispetto al future.

Esempio di contratto forward: Tizio e Caio si accordano per un forward che prevede l'acquisto, da parte di Caio, di 100 kg di grano duro al prezzo di 0,25 € al kg con un termine di 3 mesi. Con questo contratto Tizio è obbligato a vendere a Caio, alla scadenza, la quantità di grano prefissata al prezzo prestabilito. Nel caso in cui il prezzo del grano nel frattempo aumenti Caio registrerà un guadagno perché acquisterà grano duro ad un prezzo inferiore a quello di mercato, viceversa registrerà una perdita. Caio che compra il derivato assume una posizione lunga, long position, scommettendo su un apprezzamento del bene mentre Tizio che vende il derivato assume una posizione corta, short position, scommettendo su un deprezzamento del bene.

2. Le **opzioni**, ovvero dei contratti che offrono a chi li compra un diritto all'acquisto o alla vendita di una specifica attività reale o finanziaria entro, o ad una certa data, e ad un dato prezzo (strike price), stabilito al momento della conclusione del contratto⁸ a fronte del pagamento di una somma di denaro (premio). La possibilità, e non l'obbligatorietà, di esercitare l'opzione di acquisto (detta opzione call) o di vendita (detta opzione put) definisce le opzioni come contratti asimmetrici perché l'acquirente possiede la possibilità di decidere o meno se esercitare il diritto di opzione, mentre il venditore del contratto assume l'obbligo di effettuare lo scambio nel caso in cui l'acquirente decida di esercitare il diritto di opzione. L'acquirente dell'opzione ha tre possibilità⁹:
- Esercitare l'opzione se il prezzo di mercato è superiore allo strike price (in caso di opzione call) o inferiore (in caso di opzione put). In questo caso si parla di opzione in the money perché si ha convenienza ad esercitarla.
 - Non esercitare l'opzione se il prezzo di mercato è inferiore allo strike price (in caso di opzione call) o superiore (in caso di opzione put). In questo caso si parla di opzione out of the money perché non si ha convenienza ad esercitarla.
 - Esercitare o non esercitare l'opzione se il prezzo di mercato coincide con lo strike price. L'acquirente è indifferente tra le due azioni, in questo caso si parla di opzione at the money.

Questo significa che il possessore dell'opzione guadagna da essa quando la esercita e non rischia mai di imbattersi in una perdita perché può decidere di non esercitare

⁸ Signorini, L.F. (2015), "Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati". Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 15 giugno 2015, pag. 3

⁹ Treccani, "Derivati Finanziari". Disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_\(Enciclopedia-Italiana\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_(Enciclopedia-Italiana)/) [data di accesso: 03/05/17]

l'opzione quando non è conveniente. Non va però dimenticato che la facoltà di decisione è sempre acquistata attraverso il versamento del premio iniziale.¹⁰ Le opzioni possono essere negoziate sia in mercati regolamentati che Over The Counter.

Esempio di opzione: Caio acquista un'opzione call, versando un premio P, che gli fornisce il diritto di acquistare da Tizio 100 kg di grano duro al prezzo di 0,25 € al kg tra 3 mesi. Se tra 3 mesi il prezzo del grano sarà superiore a 0,25 € al kg, Caio eserciterà il diritto di opzione, viceversa se il prezzo del grano dovesse risultare inferiore a 0,25 € al kg, Caio non eserciterà il diritto e acquisterà i 100 kg sul mercato.

3. Gli **swaps**, attraverso questo strumento finanziario due parti si accordano per scambiarsi flussi di pagamento ad una o più date prestabilite. I flussi di pagamento, che possono essere espressi nella stessa valuta o in valuta differente, sono definiti in riferimento ad un sottostante. I contratti swaps sono negoziati Over The Counter.¹¹ Esistono diversi tipi di derivati swaps, i principali sono:

- Gli Interest Rate Swaps (IRS) sono contratti per la gestione del rischio dei tassi d'interesse in cui le parti prendendo a riferimento una stessa somma, detta capitale nozionale di riferimento, si impegnano reciprocamente a scambiarsi flussi di denaro calcolati sulla base di differenti tassi d'interesse (che avvengono in via differenziale, la parte che deve effettuare il pagamento più consistente versa all'altra la differenza tra il flusso a credito e quello a debito).¹² La variante più diffusa è il plain vanilla swap in cui l'acquirente dello swap effettua pagamenti a tasso fisso mentre il venditore del derivato a tasso variabile.
- I Currency Swaps sono contratti per la gestione del rischio di cambio che prevedono uno scambio di flussi di denaro (di capitale ed interessi) con differente valuta. Il currency swap prevede di norma che i pagamenti siano

¹⁰ Sundaram, R.K. (2013), "Derivatives in Financial Market Development". IGC working paper, pag. 33

¹¹ Consob, "I Derivati". Disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/i-derivati [data di accesso: 02/05/17]

¹² Treccani, "Derivati Finanziari". Disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_\(Enciclopedia-Italiana\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_(Enciclopedia-Italiana)/) [data di accesso: 03/05/17]

collegati ad un tasso variabile e che i capitali vengano scambiati una prima volta all'inizio del contratto per poi essere ri-trasferiti alla data di scadenza.¹³

- Gli Asset Swap sono contratti per la gestione del rischio dei tassi d'interesse come gli IRS, ma a differenza di quest'ultimi prevedono scambi di denaro basati non su un capitale di riferimento ma su un titolo obbligazionario. Il possessore dell'obbligazione versa l'interesse connesso al titolo alla controparte il quale invece corrisponde un flusso di denaro basato su un tasso d'interesse differente. Di norma se il tasso dell'obbligazione è variabile l'altro flusso sarà basato su un tasso fisso e viceversa.
- I Credit Default Swaps (CDS) sono contratti per la gestione del rischio di credito in cui da una parte vi è l'acquirente di protezione (protection buyer) che versa all'altra parte, il venditore di protezione (protection seller), pagamenti periodici ed in cambio riceve una copertura dei rischi associati all'attività sottostante al CDS. In questo modo il protection buyer viene assicurato e se si dovesse verificare uno dei rischi di credito associati al sottostante (come ad esempio il default del sottostante) il protection seller dovrà indennizzare il protection buyer della perdita corrispondente. Il flusso di pagamenti dal protection buyer al protection seller continua fino alla scadenza del sottostante (tipicamente un'attività finanziaria) o al verificarsi del rischio.¹⁴ I CDS sono negoziati OTC e vengono utilizzati, oltre che per finalità di copertura, spesso con finalità speculativa da chi non possiede il sottostante ma scommette sul suo deterioramento.

Esempio di CDS: Caio possiede un'obbligazione del valore di 1000 € di durata quinquennale e vuole assicurarsi contro il rischio di credito. Acquista così un CDS dalla società di Tizio che a fronte di un versamento rateizzato di un premio P (calcolato in base all'ammontare e alla rischiosità del titolo), fornisce la garanzia totale sull'obbligazione. Nel caso in cui dovesse verificarsi il default dell'obbligazione, la società di Tizio risarcirà Caio di 1000 € ricevendo in cambio il titolo deteriorato.

¹³ CONSOB-Divisione Studi (2016), "Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria, Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime"; 1, pag. 11

¹⁴ Sundaram, R.K. (2013), "Derivatives in Financial Market Development". IGC working paper, pag. 34

Breve storia degli strumenti derivati

I collegamenti con la crisi finanziaria e l'elevazione del derivato ad emblema della finanza moderna, ritenuta eccessivamente tecnica e di conseguenza incomprensibile per i più, possono portare a ritenere che i derivati siano degli strumenti di nuova concezione mentre in realtà la loro storia è molto antica. Concetti alla base del derivato odierno, come ad esempio la protezione di merci o di attività possedute dal verificarsi di eventi sfavorevoli, sono motivazioni che anche in passato hanno portato l'uomo a creare strumenti per proteggersi da tali evenienze. È quindi possibile risalire sino all'epoca delle prime grandi civiltà della storia e trovare degli archetipi dei derivati oggi utilizzati.

Kummer e Pauletto (2012) hanno individuato una sorta di antenato dell'opzione put addirittura nel Codice di Hammurabi. La 48° legge delle 282 contenute nel Codice cita infatti: “Se qualcuno possiede un debito contratto per un prestito e una tempesta distrugge il campo di cereali, il raccolto fallisce o i cereali non crescono per mancanza d'acqua; in quell'anno non dovrà dare al suo creditore alcun cereale, butterà il suo debito nell'acqua e non pagherà alcuna retta per quell'anno”. La legge è riferita ad un agricoltore con un mutuo sulla sua proprietà che deve ripagare annualmente il suo debito attraverso il raccolto di cereali, tuttavia se il raccolto dovesse venire a meno per qualche motivo egli acquisirebbe il diritto di non pagare nulla ed il creditore non avrebbe altra alternativa se non quella di perdonare il debito per quell'anno. Si tratta di un'opzione put che rimane inattiva se il debitore ha cereali a sufficienza ma viene esercitata in caso di raccolto andato a male per esentare dal pagamento.¹⁵

È invece, possibile riscontrare nell'antica Grecia, un primo utilizzo di un'opzione call con finalità speculativa. Aristotele nelle Politiche racconta di come Talete di Mileto, filosofo e matematico, durante la stagione invernale predisse un abbondante raccolto di olive per l'autunno seguente e negoziò il diritto (e non l'obbligo) di utilizzare tutti i frantoi della regione attraverso il deposito di una somma di denaro. Quando nell'autunno successivo si verificò un'abbondante raccolto, Talete esercitò l'opzione sui frantoi e affittò a sua volta i frantoi (ad un prezzo maggiore perché dato l'abbondante raccolto la domanda fu molto alta) accumulando così una fortuna.¹⁶

¹⁵ Kummer, S., & Pauletto, C. (2012), “The History of Derivatives: A Few Milestones”. EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012; pag. 1-2

¹⁶ Patroni Griffi, U. I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in Riv. Dir. banc., dirittobancario.it, 23, 2012

Per facilitare il commercio, nel Medioevo, furono creati diversi strumenti assimilabili ai derivati come ad esempio le “commandas”, contratti di partnership commerciali stipulati da una parte da investitori che mettevano capitale e dall'altra da avventurieri in partenza per lunghi viaggi. In cambio del finanziamento ricevuto gli avventurieri si impegnavano ad acquistare specifici beni per conto degli investitori stabilendo così di fatto un forward con sottostante formato da beni specifici.¹⁷ Durante questo periodo assistemmo anche al primo caso di derivato stipulato da un Ente locale, precisamente la città di Genova, che vendette le sue entrate fiscali future in cambio di un anticipo monetario ad un istituto finanziario.¹⁸

La prima città in cui aprì un centro finanziario e di scambi commerciali europeo ed internazionali fu Anversa, in cui sotto il regno di Carlo V nella prima metà del 16° secolo si sviluppò una prima regolamentazione del mercato e dei suoi strumenti. Successivamente alla repressione spagnola del 1585, il mercato internazionale si spostò ad Amsterdam e Londra.

Le prime contrattazioni di futures in un mercato regolamentato avvennero agli inizi del 1700 ad Osaka, il più grande centro di scambio di riso del Giappone, il principale bene dell'economia e fonte primaria del reddito nazionale, in cui tutto il riso veniva spedito per essere stoccato e venduto tramite aste. Una volta completato l'acquisto, veniva rilasciato un attestato cartaceo che indicava il possesso del riso e garantiva la consegna in tempi brevi, durante i quali il certificato di possesso detto “rice bill” poteva essere ceduto a terzi. In seguito le rice bills si articolavano e i tempi di consegna si dilatarono (si arrivò persino a vendere i diritti sul riso ancora da piantare) fino a trasformare le rice bill in contratti che stabilivano l'obbligo di acquistare ad una data futura una quantità di riso prestabilita ad un prezzo corrente prefissato. Successivamente le rice bills conobbero una standardizzazione per facilitare gli scambi ed una rapida espansione ma furono bandite dal governo dello Shogun perché viste come strumenti speculativi che causavano l'aumento del prezzo del riso. Il loro utilizzo, tuttavia, continuò nonostante la proibizione portando il governo ad autorizzarne il commercio nel 1715. Nel 1730 la Dojima Rice Exchange venne ufficialmente riconosciuta come centro di scambio di rice bills¹⁹, inoltre fu stabilito che i traders dovevano iscriversi al registro ufficiale e versare una retta annuale per ottenere una licenza di scambio. La regolamentazione delle rice bills prevedeva la presenza di una clearing house centrale in cui tutti i traders dovevano avere una

¹⁷ Kummer, S., & Pauletto, C. (2012), “The History of Derivatives: A Few Milestones”. EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012; pag. 4

¹⁸ Patroni Griffi, U. I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in Riv. Dir. banc., dirittobancario.it, 23, 2012

¹⁹ Questo portò ad un ulteriore aumento degli scambi di rice bills, a metà del 1700 viene stimato lo scambio di 110.000 balle di riso a fronte solo di 30.000 balle esistenti

linea di credito aperta che prendeva in capo le obbligazioni dei contratti in caso di default di un trader, questo ulteriore particolare rese di fatto le rice bills assimilabili agli odierni futures.²⁰

Mentre in Inghilterra vigeva (tra il 1773 e il 1886) il Barnard's Act, emanato in risposta ai danni economici causati dalla bolla speculativa riguardante la South Sea Company, che vietava la negoziazione di derivati, in America nel 1848 venne istituito il primo luogo di scambio di derivati sul grano a Chicago. Il luogo non fu casuale, in quanto a Chicago era presente il più grande centro di stoccaggio, vendita e distribuzione di grano (similmente a quanto accaduto ad Osaka con il riso). Successivamente i contratti derivati subirono una serie di regolazioni da parte delle autorità, che prima standardizzarono i contratti negoziabili (in termini di qualità, quantità e tempi di consegna) e poi introdussero un sistema di margini per le contrattazioni e la stanza di compensazione o clearing house per regolare i rischi tra le parti; vennero così istituiti i moderni futures²¹.

Sempre in America nella seconda metà del 20° secolo furono create ulteriori tipologie di strumenti derivati come i futures sulle valute (1972), i derivati su tassi d'interesse (1975) e sui titoli sovrani (1981); l'innovazione finanziaria in seguito si sviluppò ulteriormente fino a realizzare strumenti derivati con qualsiasi tipologia di sottostante²². Il loro utilizzo crebbe esponenzialmente sia nei mercati regolamentati che Over the Counter (in quest'ultimi nel 1991 il numero di contratti negoziati superò il numero di derivati negoziati in mercati regolamentati) sino allo scoppio della crisi finanziaria nel 2007.

²⁰ Kummer, S., & Pauletto, C. (2012), "The History of Derivatives: A Few Milestones". EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012; pag. 7-9

²¹ Kummer, S., & Pauletto, C. (2012), "The History of Derivatives: A Few Milestones". EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurich, 3 May 2012; pag. 10-11

²² Patroni Griffi, U. I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in Riv. Dir. banc., dirittobancario.it, 23, 2012

Capitolo II: il massiccio sviluppo dei derivati nel periodo pre-crisi e il loro ruolo nella crisi finanziaria

Il cambiamento normativo e ideologico/filosofico alla base della grande innovazione finanziaria, e di conseguenza degli strumenti derivati, è rappresentato dalla deregulation finanziaria iniziata negli anni '70-'80. Essa si è sviluppata, prima di diffondersi in tutto il mondo, negli USA sotto il governo Reagan, dove sostituì il sistema di regolazione Glass-Steagall ideato a metà degli anni '30 che prevedeva la separazione delle attività di banche commerciali dalle banche d'investimento, ed in Gran Bretagna sotto il governo Thatcher. La fine delle separazione tra banche commerciali e banche d'investimento, l'integrazione dei mercati finanziari, le privatizzazioni, la liberalizzazione delle attività di intermediazioni e dei movimenti di capitale hanno contribuito alla nascita della cosiddetta NFA (New Financial Architecture), un sistema finanziario globale ed integrato dotato di una bassa regolazione dei capitali, basato sulla convinzione che il libero mercato offre sempre una giusta allocazione del rischio a patto che le decisioni non vengano distorte dalla regolamentazione attuata dai governi. Di conseguenza se gli agenti economici conoscono l'esatta allocazione del rischio non saranno indotti a detenere una quantità minore o maggiore di rischio rispetto a quella ottimale (l'implementazione pratica di questo concetto si avvale dell'uso di complessi modelli matematici).²³ La teoria che supporta questa convinzione è definita "Teoria dei mercati efficienti"²⁴, uno dei suoi punti cardine, come detto, è l'idea della corretta allocazione dei rischi specifici del sistema finanziario, la quale ha contribuito alla creazione e allo sviluppo di nuovi prodotti derivati in quanto essi consentono (data la loro costruzione) di diversificare più facilmente il rischio rendendo più efficiente l'allocazione delle risorse nei mercati.

Punto centrale di questo nuovo sistema finanziario è la nascita del processo di cartolarizzazione o securitization.

La cartolarizzazione

La cartolarizzazione è "il processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise ed illiquide, in grado di generare flussi di cassa, quali ad esempio i crediti di una banca, vengono

²³ Crotty, J. (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'". Economics Department Working Paper Series. 16, pag. 6-7

²⁴ Barucci, E. (2015), "Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati". Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 3 giugno 2015, pag. 3

trasformate in attività divise e vendibili, ossia in titoli obbligazionari denominati Asset Backed Securities (ABS)".²⁵ Il risultato di questo processo consiste negli strumenti derivati poiché l'attività finanziaria all'origine del processo diviene il sottostante dello strumento. A seconda della tipologia del sottostante gli strumenti derivati si distinguono in:

- MBS (Mortgage Backed Securities), strumenti derivati che hanno come sottostante dei mutui
- CDO (Collateralized Debt Obligation), strumenti derivati che hanno come sottostante titoli obbligazionari pubblici o privati.
- ABCP (Asset Backed Commercial Paper), strumenti derivati che hanno come sottostante crediti a breve o brevissimo termine.

L'avvento della cartolarizzazione stravolge il classico ruolo della banca come intermediario finanziario tra depositanti e mutuatari, che vede da una parte i depositanti conferire i fondi ed dall'altra la banca assegnarli ai mutuatari dopo un'analisi del merito di credito di quest'ultimi ed attendere la scadenza dei mutui.²⁶ Storicamente, infatti, il bilancio di una banca è formato dalle attività costituite dai mutui erogati e dalle passività composte dai depositi conferiti, con la cartolarizzazione invece, le attività coinvolte in questo processo vengono cedute (uscendo così dal bilancio della banca) a società costruite ad hoc, spesso possedute dalla stessa banca, dette società veicolo (SPV, Special Purpose Vehicle), le quali hanno il compito di collocare presso gli investitori gli ABS (detti MBS nel caso dei mutui) risultanti dalla securitization.

La teoria economica ritiene che legittima motivazione dietro la nascita del processo di cartolarizzazione sia la rimozione del rischio di un'attività (ad esempio il mutuo) in capo ad un solo agente (la banca) attraverso la spartizione del suo rischio ad una più ampia platea di soggetti (gli investitori che acquistano gli ABS). Tuttavia, il grande sviluppo di questa tipologia di derivati nel periodo pre-crisi non è stato determinato dalla suddetta motivazione, bensì è stato spinto dalla volontà delle banche di aggirare le regole sui requisiti patrimoniali minimi stabilite dagli "Accordi di Basilea"²⁷.

²⁵ Consob, "La securitisation". Disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation [data di accesso: 15/05/17]

²⁶ Il guadagno della banca è rappresentato dalla differenza fra i tassi d'interesse a credito incassati (sui mutui) ed i tassi d'interesse a debito pagati (sui depositi), "modello originate to hold".

²⁷ Il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria è un organo consultivo internazionale istituito nel 1974 dalle banche centrali dei paesi del G10 per definire una regolamentazione della vigilanza bancaria che assicuri stabilità al sistema finanziario globale.

Il Comitato di Basilea stabilì con gli accordi del 1988 (Basilea I) e riconfermando poi nel 2004 (Basilea II), il requisito patrimoniale minimo²⁸ delle banche pari all'8%, calcolato come rapporto percentuale tra il patrimonio di vigilanza²⁹ della banca ed il totale delle attività ponderate per il rischio che si trovano nel bilancio della banca. Il mantenimento dei requisiti patrimoniali ha un costo intrinseco per la banca in quanto buona parte del patrimonio di vigilanza è formato da utili trattenuti a riserva ed equity che non possono essere investiti in modo profittevole.

La cartolarizzazione permette, però, di diminuire i costi intrinseci del patrimonio di vigilanza in quanto elimina dal bilancio delle banche le attività che rientrano nel suddetto processo (le attività sono al denominatore del requisito patrimoniale minimo quindi una loro diminuzione comporta un aumento dell'indice, di conseguenza si può ridurre dello stesso ammontare il numeratore composto dal patrimonio di vigilanza). Inoltre la banca può reinvestire gli incassi derivanti dalla vendita delle attività sottoscrivendo altri mutui, da cartolarizzare in seguito per poi alimentare nuovamente tutto il processo³⁰. I mutui così erogati non sono più finanziati dai depositi come accade nel sistema tradizionale depositanti-banca-mutuatari e questo crea una netta discrepanza tra l'ammontare dei depositi e quello dei prestiti. Come rilevato da Acharya e Richardson nel 2009, il totale dei depositi in America ammontava a 7 trilioni di US\$ mentre la somma di mutui e prestiti di vario genere superava i 15 trilioni di US\$.³¹

Il processo di cartolarizzazione dei mutui

Una volta trasferiti i mutui alle società veicolo SPV, quest'ultime svolgono il compito di costruire gli MBS spaccettando il mutuo originario in diverse tipologie di MBS, dette tranches, che si distinguono per rischiosità ed ammontare del ritorno economico. Alle tranches viene assegnato un rating da parte di società competenti in materia che segnala la qualità e la sicurezza del prodotto finanziario. Le tranches più rischiose con l'ammontare maggiore di ritorno economico vengono chiamate junior, mentre quelle meno profittevoli ma meno rischiose senior

²⁸ Il requisito patrimoniale minimo è una riserva di capitale minima che ogni banca deve detenere per far fronte al rischio di credito, al rischio finanziario e al rischio operativo (Biffis, P. "Le operazioni e i servizi bancari", settima edizione (2015); 4.2, pag. 97-98)

²⁹ Costituito dalla somma del patrimonio di base (Tier 1) e del patrimonio supplementare (Tier 2)

³⁰ Dal modello "originate to hold" si passa ad un modello "originate to distribute"

³¹ Acharya, V.V., & Richardson, M. (2009), "Causes of the financial crisis". *Critical Review* 21(2-3): 197-198

(a cui vengono assegnati i rating più elevati ovvero AAA). L'ammontare di rischio è collegato alla probabilità di default del mutuo e alla differente priorità che caratterizza le tranches, infatti, in caso di mancato pagamento della rata del mutuo o di pagamento parziale, le perdite saranno prima di tutto assorbite dalle junior tranches, i cui possessori dovranno, quindi, rinunciare al ritorno economico loro promesso. Progressivamente, nel caso in cui la perdita non venisse assorbita completamente dalla junior tranche, si passerà alle tranches con subordinazione successiva fino ad intaccare le senior tranches quando la perdita non è stata assorbita interamente dalle tranches precedenti.³²

Al fine di agevolare il collocamento dei MBS, la banca fornisce delle garanzie sugli strumenti finanziari che favoriscono l'ottenimento di rating maggiori semplificando così la vendita. Una delle forme di garanzia utilizzata dalla banca consiste nel trattenere le tranches con rating inferiore come indice di buona qualità del mutuo sottostante (assumendosi dunque per prima il compito di assimilare le perdite in caso di default parziale o totale). Così facendo all'investitore viene garantita una maggiore assicurazione sulla bontà del prodotto acquistato.

Le società veicolo e tutte le istituzioni non bancarie che rientrano nel processo di cartolarizzazione della NFA formano il cosiddetto "Sistema bancario ombra"³³. Non dovendo sottostare alle regole sulla limitazione del capitale, tale sistema ha contribuito alla creazione di strumenti derivati cartolarizzati sempre più complessi che hanno aumentato le asimmetrie informative con gli acquirenti (non professionali). Un esempio di complessità aggiuntiva è data dai livelli di cartolarizzazione addizionali, ovvero la creazione di strumenti derivati che hanno come sottostante gli MBS del primo livello di securitization anziché il mutuo di partenza. Dalla cartolarizzazione di secondo livello si formano i cosiddetti ABS CDO's (ABS collateralized debt obligations), mentre gli strumenti creati dal terzo e dal quarto livello di cartolarizzazione sono nominati CDO-squared (un CDO che ha come sottostante un altro CDO) e CDO-cube³⁴.

³² Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015), "Securitizations and the financial crisis: Is accounting the missing link?". *Accounting Forum* 39 (2015) pag. 157–158

³³ Crotty, J. (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'". *Economics Department Working Paper Series*. 16, pag. 7-8

³⁴ Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015), "Securitizations and the financial crisis: Is accounting the missing link?". *Accounting Forum* 39 (2015) pag. 157–158

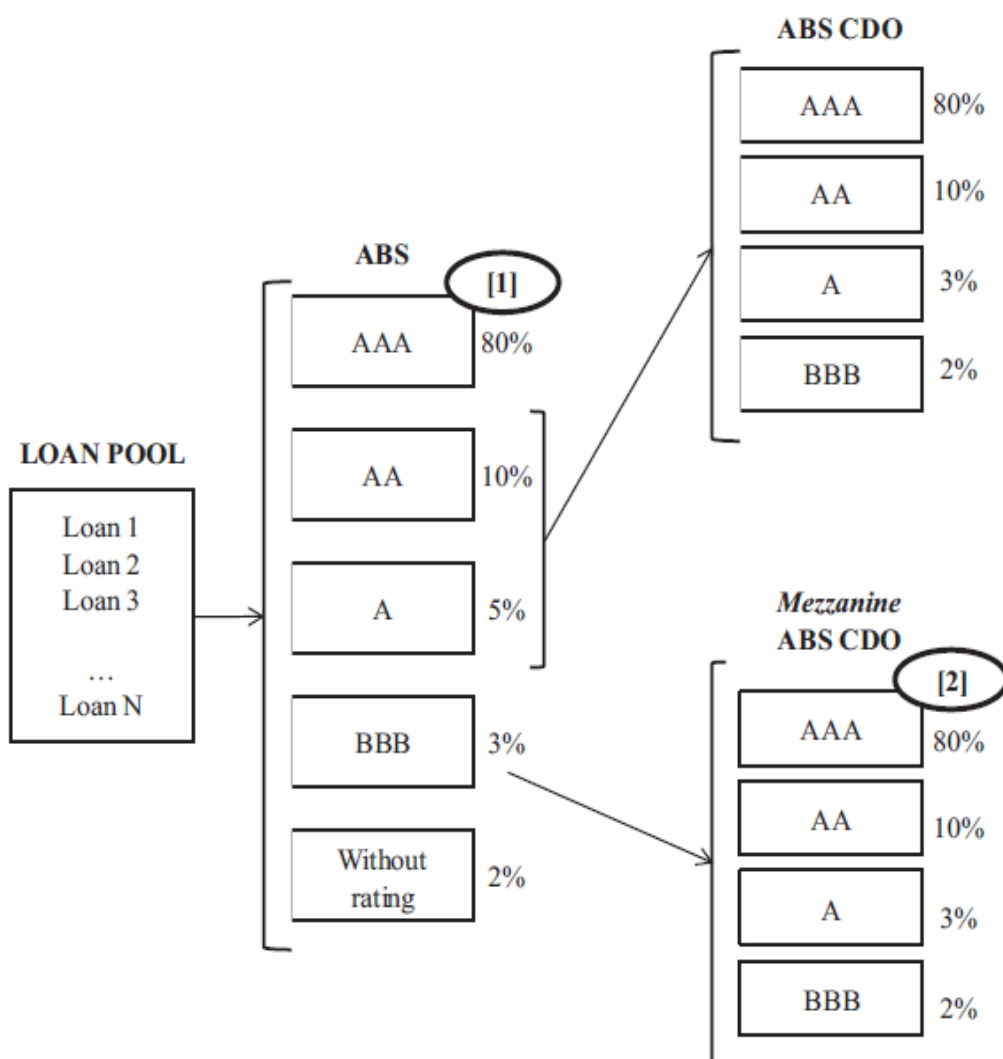


Figura 1. Nella figura (Cerbioni, Fabrizi e Parbonetti, 2015) è rappresentato un esempio illustrativo di cartolarizzazione di secondo livello. Dal gruppo di mutui di partenza viene costruito un primo livello di cartolarizzazione (di cui l'80% è costituito da tranches senior AAA) da cui successivamente vengono costruiti due livelli aggiuntivi di cartolarizzazione; uno costruito a partire dagli MBS caratterizzati da rating AA e A, ed un altro costruito a partire dagli MBS con rating BBB. Così facendo dall'iniziale 80% di tranches AAA si passa al 94% ($0,8 + 0,8 \cdot 0,15 + 0,8 \cdot 0,03$) di tranches con rating AAA, nonostante esse non siano caratterizzate dalla stessa rischiosità in quanto le tranches AAA di secondo livello dipendono dalle tranches AA, A e BBB di primo livello. Gli MBS senza rating del primo livello di securitization vengono mantenuti nel bilancio della banca come garanzia di qualità dei mutui sottostanti.

Indubbiamente, la complessa costruzione degli MBS comporta una difficoltà oggettiva nell'assegnare loro un appropriato livello di rischio dovuta principalmente alla quantità di mutui originari alla base. Infatti, maggiore è il numero di mutui nel pool di partenza, maggiori saranno le combinazioni possibili di default del derivato e di conseguenza il rischio associato allo strumento diventa più difficile da valutare correttamente anche con l'utilizzo di sofisticati modelli matematici; inoltre, il rischio diventa esponenzialmente più arduo da determinare qualora venissero aggiunti successivi livelli di cartolarizzazione. Infine, un ulteriore ostacolo al processo di valutazione del rischio è la relativa breve storia di questa tipologia di derivati che non è in grado di fornire sufficienti dati quali-quantitativi storici sul loro andamento.³⁵

Il compito di valutare uno strumento derivato ed assegnarne il livello di rischio (attraverso il rating), vista l'assenza di una figura istituzionale regolamentata, è stato assunto dalle grandi agenzie di rating quali Moody's, Fitch e Standard and Poor's, le quali hanno giocato un ruolo di rilievo nella rapida diffusione degli MBS e dei CDO. Date le difficoltà nella valutazione del rischio dei derivati, analizzate in precedenza, banche e fondi d'investimento (ovvero gli acquirenti di MBS e CDO) si sono limitati a fare riferimento alle valutazioni effettuate dalle agenzie di rating senza utilizzare modelli propri, esponendosi al rischio (poi avveratosi) che le valutazioni delle agenzie possano risultare incorrette. Purtroppo le agenzie di rating hanno commesso due leggerezze nella valutazione del rischio³⁶: la prima è di aver sottostimato la complessità del rischio associato ai CDO, in particolare quello dei CDO complessi dove piccoli errori nella stima del rischio del mutuo sottostante possono determinare grandi variazioni nel rischio al livello finale di cartolarizzazione³⁷; la seconda è di aver sottovalutato la correlazione fra mutui che formano il sottostante dello strumento derivato, ritenendo che il default di uno non provocherebbe il default degli altri. Mentre in alcuni casi, a causa di congiunture macroeconomiche pro-cicliche (come la diminuzione del prezzo delle case e la scarsa liquidità nel mercato dei prestiti), il default di un mutuo può comportare l'inadempienza degli altri mutui.

L'eccessivo ottimismo nel sistema e la leggerezza nella valutazione da parte delle agenzie di rating hanno creato un elevato numero di CDO con rating AAA (l'80% delle tranches complessive di CDO) ovvero a rischio quasi nullo, quindi un prodotto molto richiesto da

³⁵ Crotty, J. (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'". Economics Department Working Paper Series. 16, pag. 27

³⁶ Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015), "Securitizations and the financial crisis: Is accounting the missing link?". Accounting Forum 39 (2015) pag. 160

³⁷ Ad esempio (Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2008), "The economics of structured finance". Harvard Business School Working Paper 09-060.) rilevano come un aumento della probabilità di default del mutuo sottostante ad un CDO-squared del 2,5% determina un peggioramento del rating del CDO stesso da AAA a BBB.

investitori assicurativi e fondi pensioni che adottano una linea d'investimento prudentiale, determinando in modo significativo la rapida diffusione di questi strumenti finanziari.³⁸

Alcuni economisti tra cui Crotty (2009) sostengono che l'atteggiamento delle agenzie di rating sia stato influenzato anche da motivazioni economiche in quanto una buona parte dei loro ricavi proveniva proprio dalle banche che hanno commissionato la stima dei propri prodotti cartolarizzati (nel 2005 più del 40% dei ricavi di Moody's è stato frutto delle valutazioni di rating su strumenti cartolarizzati). Se i committenti fossero stati istituzioni governative o acquirenti degli MBS e dei CDO (ossia gestori di fondi pensionistici, assicurativi e d'investimento) anziché i venditori degli stessi prodotti, quali le banche, probabilmente la crescita di tali strumenti non sarebbe stata così rapida.

Una crescita alimentata da più attori

La grande richiesta dei prodotti cartolarizzati, in particolare di ABS con mutui come sottostante, nel periodo antecedente alla crisi finanziaria è stata determinata da più attori, sia dalla domanda che dall'offerta; il tutto ha trovato poi un contesto particolarmente favorevole costituito da regole istituzionali non ferree quindi facilmente aggirabili, e da terze parti concilianti coinvolte nel processo (rappresentate in particolare dalle agenzie di rating che non fanno parte della domanda e offerta).

Dalla parte dell'offerta, come già evidenziato nel paragrafo sulla cartolarizzazione, troviamo le banche con l'interesse di creare strumenti derivati per aggirare le regole sui requisiti patrimoniali minimi e monetizzare il più velocemente possibile i mutui sottoscritti, senza attenderne la naturale scadenza, per poter erogare nuovi prestiti e continuare a sfruttare la bolla immobiliare esistente.

Il grande interesse da parte della domanda, invece, è stato trainato principalmente da tre attori:

- Le stesse banche dal lato dell'offerta
- I fondi assicurativi e pensionistici
- I manager ed i traders delle grandi banche e dei fondi d'investimento

La ricerca dei prodotti cartolarizzati, in particolar modo di quelli con rating AAA, da parte delle banche, creati da loro stesse o da altre banche, si spiega con il basso coefficiente di

³⁸ Crotty, J. (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'". Economics Department Working Paper Series. 16, pag. 22

ponderazione (pari al 50%, cioè quello per attività considerate sicure) che veniva attribuito a questi strumenti dalle regole sul capitale di Basilea I. Quindi il minor peso ponderato di questi derivati nel bilancio delle attività delle banche³⁹, unito alla loro remunerazione attesa (alta per i prodotti bollati come AAA), ha determinato il costante aumento della domanda di questi prodotti da parte degli istituti bancari⁴⁰.

La motivazione principale che ha spinto i fondi pensionistici e assicurativi ad uscire dai normali canali d'investimento, per rivolgersi al mercato dei prodotti cartolarizzati, è stata quella di continuare a garantire ai loro clienti gli stessi rendimenti degli anni precedenti. Entrambi, in particolare nel periodo tra il 2001 ed il 2005, hanno visto una diminuzione dei tassi d'interesse dell'economia che ha reso meno appetibile i normali canali d'investimento. Inoltre i fondi pensionistici avevano la necessità di aumentare le loro entrate visto l'incremento del numero delle pensioni da erogare in una società con sempre più anziani (che da contribuenti si sono trasformati in richiedenti di pensione). Di conseguenza, attratti da alti rendimenti promessi uniti al basso rischio, certificato dalle agenzie di rating, i fondi assicurativi e pensionistici hanno fatto incetta di strumenti cartolarizzati da offrire ai loro clienti⁴¹.

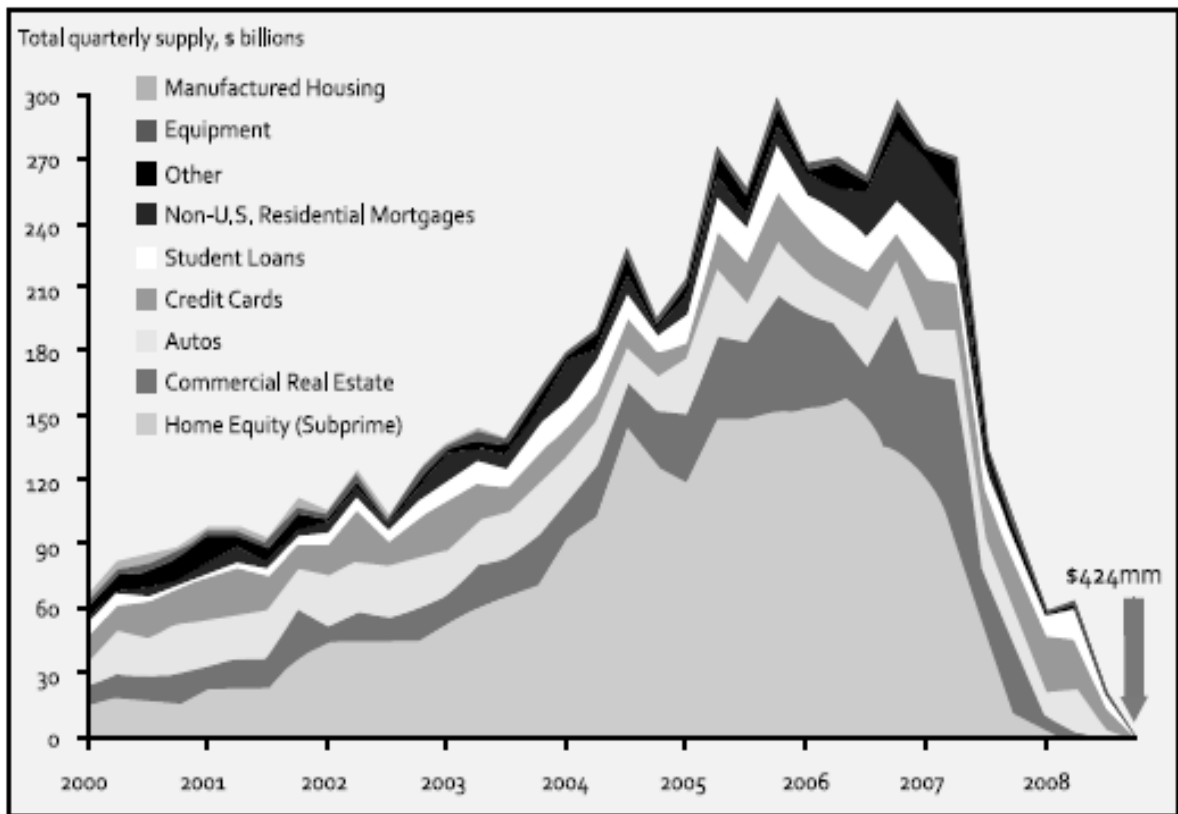
Per quanto riguarda, invece, i manager ed i traders dei grandi fondi e delle grandi banche d'investimento, il loro apporto allo sviluppo degli ABS e dei CDO è strettamente collegato alla loro remunerazione. Essi, infatti, nel periodo antecedente alla crisi venivano remunerati con dei bonus legati al volume e al profitto degli scambi generati nel breve periodo, tralasciando completamente gli esiti di lungo periodo legati loro decisioni⁴². Privi di responsabilità verso le proprie azioni rischiose a lungo termine, i manager ed i traders hanno naturalmente preferito ad investire in prodotti cartolarizzati caratterizzati da alti rendimenti nel breve periodo. Per avere un'idea dell'ordine di grandezza dei bonus erogati, secondo Crotty (2009) solo Goldman Sachs' nel 2006 ha distribuito oltre 16 miliardi di dollari in bonus ai suoi 25.000 dipendenti.

³⁹ Due MBS con rating AAA dal valore ognuno di 100€ avevano lo stesso peso (e quindi richiedevano lo stesso capitale di vigilanza) di un normale prestito di 100€ effettuato alla clientela (ponderato per il 100% in quanto non privo di rischio e non garantito).

⁴⁰ Acharya, V.V., & Richardson, M. (2009), "Causes of the financial crisis". *Critical Review* 21(2-3): 202

⁴¹ Crotty, J. (2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'". *Economics Department Working Paper Series*. 16, pag. 20

⁴² Acharya, V.V., & Richardson, M. (2009), "Causes of the financial crisis". *Critical Review* 21(2-3): 206



Source: J. P. Morgan Securities Inc. Data as of 10/31/2008.

Figura 2. Nella figura (Acharya e Richardson, 2009; fonte J.P. Morgan Securities) viene illustrato l'andamento del valore degli ABS, distinguendoli per tipologia di sottostante, disponibili nel mercato tra il 2000 ed il 2008. Nel periodo antecedente alla crisi si nota una fortissima crescita degli ABS, che passano dai 600 miliardi di US\$ all'inizio del 2000 ai 2.7 bilioni di US\$ alla fine del 2006 (picco della bolla immobiliare). Successivamente allo scoppio della crisi il valore degli ABS si riduce notevolmente, fino a collassare definitivamente alla fine del 2008.

	Year-end outstandings For interest rate swaps	Year-end outstandings currency swaps	Year-end outstandings for interest rate options	Total IR and currency outstanding	Total credit default swap outstandings	Total equity derivative outstandings
1987	682.80	182.80		865.60		
1988	1,010.20	316.80	327.30	1,654.30		
1989	1,502.60	434.90	537.30	2,474.70		
1990	2,311.54	577.53	561.30	3,450.30		
1991	3,065.10	807.67	577.20	4,449.50		
1992	3,850.81	860.39	634.50	5,345.70		
1993	6,177.35	899.62	1,397.60	8,474.50		
1994	8,815.56	914.85	1,572.80	11,303.20		
1995	12,810.74	1,197.39	3,704.50	17,712.60		
1996	19,170.91	1,059.64	4,722.60	25,453.10		
1997	22,291.33	1,823.63	4,920.10	29,035.00		
1998				50,997.00		
1999				58,265.00		
2000				63,009.00		
2001				69,207.30	918.87	
2002				101,318.49	2,191.57	2,455.29
2003				142,306.92	3,779.40	3,444.08
2004				183,583.27	8,422.26	4,151.29
2005				213,194.58	17,096.14	5,553.97
2006				285,728.14	34,422.80	7,178.48
2007				382,302.71	62,173.20	9,995.71
2008				403,072.81	38,563.82	8,733.03
2009				426,749.60	30,428.11	6,771.58

43

Tabella 1. Nella tabella (fonte International Swaps and Derivatives Association, Inc.) è elencato l'ammontare, in miliardi di dollari, per anno di una serie di tipologie di derivati nel periodo tra il 1987 ed il 2009. Oltre all'aumento delle tipologie di derivati (rappresentata dalla colonna "Total IR and currency outstandings") è interessante notare l'andamento dei CDS, il cui incremento è parallelo alla crescita della bolla immobiliare, così come l'inizio del loro declino è contestuale allo scoppio della bolla.

⁴³ Grima, S. (2012), "The Current Financial Crisis and Derivative Misuse". ISSN 2277-0844; Volume 1, Issue 8, pag 265-276; November 2012

Le conseguenze del modello “originate to distribute”

La sostituzione del modello “originate to hold” con il nuovo modello “originate to distribute”, caratterizzato dalla cessione di attività (soprattutto mutui) per mezzo della cartolarizzazione e dall’utilizzo di derivati che trasferiscono il rischio di credito (come i CDS) con l’obiettivo di aumentare l’erogazione di prestiti a parità di capitale (risparmiando anche sul patrimonio di vigilanza), ha determinato condizioni significative nel sistema finanziario, tali condizioni hanno sostenuto la bolla immobiliare prima e amplificato gli effetti della conseguente crisi finanziaria poi.

In prima battuta l’innovazione di processo e finanziaria di questo modello ha generato un’espansione creditizia che ha alimentato la crescita dei mutui, concessi anche a nuclei familiari senza le dovute garanzie⁴⁴, e quindi del prezzo degli immobili. Driver di questo sistema è stata sia la possibilità di trasferire all’esterno il rischio di credito attraverso strumenti cartolarizzati e CDS, che le operazioni di finanziamento a breve termine da parte delle banche, dette “repo”⁴⁵ o “operazioni pronti contro termine”, con oggetto e garanzia della transazione costituita da strumenti cartolarizzati creati dalla banca stessa⁴⁶.

L’applicazione pratica dell’operazione di trasferimento del rischio all’esterno della banca non è però riuscita, anzi si è verificata una concentrazione di rischio all’interno delle banche dovuta ad una serie di azioni messe in atto dalle banche stesse⁴⁷. Alcune azioni, come ad esempio trattenere le tranches junior di MBS più rischiose come indice di buona qualità del mutuo sottostante, fare da garante delle SPV da lei istituite (che implica il dovere di aiutare con il proprio capitale le SPV in caso di difficoltà) e acquistare tranches AAA di prodotti cartolarizzati⁴⁸, hanno concentrato una grande quantità di rischio in capo alle banche, le quali invece si sono illuse di aver trasferito tutti i rischi all’esterno e hanno sottovalutato il problema

⁴⁴ Le banche, forti della possibilità di trasferire all’esterno il rischio di credito, hanno abbassato gli standard di valutazione.

⁴⁵ Contratto sottoscritto da due soggetti che implica una vendita di titoli a pronti con un simultaneo accordo di riacquisto a termine ad un prezzo prefissato.

⁴⁶ CONSOB-Divisione Studi (2016), “Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria, Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime”; 1, pag. 30-31.

⁴⁷ Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015), “Securitizations and the financial crisis: Is accounting the missing link?”. *Accounting Forum* 39 (2015) pag. 159.

⁴⁸ L’acquisto di tranches con rating AAA, motivato nel capitolo precedente, avveniva anche per tranches prodotte dalla stessa banca che quindi diventava sia il creatore che l’investitore del prodotto. Quest’operazione di acquisto degli strumenti da lei stessa creati è stato influenzato anche dalla mancanza di comunicazione tra le varie unità controllate della banca (in questo caso la mancanza di comunicazione è avvenuta tra l’unità responsabile della creazione dei prodotti cartolarizzati e quella responsabile degli investimenti).

celato perché convinte dell'affidabilità del sistema da loro creato. La sicurezza del sistema finanziario basato sul modello "originate to distribute" era percepita da tutti i componenti della NFA, un caso emblematico è rappresentato dalla compagnia di assicurazione AIG. Sottoscrivendo moltissimi CDS con sottostante mutui, AIG si è impegnata a rimborsare i possessori dei titoli in caso di default dei sottostanti, evento possibile solo con lo scoppio di una crisi sistemica capace di colpire tutto il sistema finanziario. Dato l'ammontare dei contratti stipulati (circa 500 milioni di US\$), AIG, così come altri protagonisti del mercato finanziario statunitense dell'epoca, come Lehmann Brothers, ritenevano altamente improbabile lo scoppio di una crisi che avrebbe colpito tutti i mercati e l'economia reale, chiamata appunto crisi sistemica.

Il ruolo dei derivati nella crisi sistemica

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 è stata una crisi sistemica perché è nata da un evento specifico (lo scoppio della bolla immobiliare statunitense), ma si è presto diffusa negli altri mercati e nell'economia statunitense per poi diffondersi in tutto il mondo. Tradizionalmente la crisi sistemica è concepita come una serie di conseguenze negative causate da uno shock iniziale, il cosiddetto effetto domino⁴⁹ (riferito in particolare al default iniziale di un'istituzione finanziaria⁵⁰).

La crisi del 2007 ha, però, portato ad una revisione della definizione di crisi sistemica perché non è stato possibile spiegare il fenomeno attraverso il solo effetto domino. Il valore del default dei mutui subprime (lo shock iniziale), infatti, si è aggirato attorno ai 200 miliardi di US\$, una cifra insignificante rispetto al valore complessivo della capitalizzazione della Borsa di Wall Street o alla somma del capitale di vigilanza di tutti gli istituti bancari coinvolti nella crisi. Di conseguenza applicando la teoria dell'effetto domino, il default iniziale sarebbe stato assorbito senza problemi. Il fatto che questo non sia avvenuto ha portato alla formulazione di teorie alternative sul concetto di crisi sistemica.

⁴⁹ Si prendano 3 individui: Caio, Tizio e Sempronio. Caio presta una somma a Tizio, che a sua volta effettua un prestito a Sempronio. Se Sempronio non riesce a restituire il prestito a Tizio, Tizio subisce una perdita e se tale perdita è tale da non permettergli di restituire il prestito ricevuto da Caio, quest'ultimo subisce una perdita causata dall'iniziale default di Sempronio, che ha dato il via ad un effetto domino.

⁵⁰ Si vedano Freixas, Parigi e Rochet (2000)

Schwarzc (2008) definisce il rischio sistemico come “Il rischio che uno shock economico, come il fallimento di un mercato o di un’istituzione finanziaria⁵¹, inneschi (attraverso panico od altro) o il fallimento in successione di mercati e/o istituzioni finanziarie o una serie di perdite significative alle istituzioni finanziarie risultanti da un incremento del costo del capitale o dalla diminuzione della sua disponibilità, spesso evidenziata da una sostanziale volatilità dei prezzi dei mercati finanziari”. Il rischio di una crisi sistemica, ovvero il rischio sistemico, non va confuso con il rischio sistematico, che è il rischio ineliminabile che colpisce molti, se non tutti, i partecipanti del mercato.⁵²

Questa definizione descrive l’evento iniziale non tanto come la prima tessera a cadere di un domino composto da tessere all’incirca di eguale dimensione, quanto piuttosto come l’innescio di un processo più grande ed integrato, che si amplifica in maniera esponenziale. Utilizzando questa visione si può paragonare il default dei mutui subprime alla scintilla che dà inizio all’incendio di un’enorme catasta di legno.

I derivati hanno avuto un ruolo chiave nella propagazione della crisi, in quanto hanno contribuito a creare una interdipendenza tra tutti i componenti del sistema finanziario.

Haiss e Sammer (2010), riprendendo gli studi sul rischio sistemico e la fragilità finanziaria di Hunter e Marshall (1999)⁵³, hanno prima individuato le principali fonti di rischio sistemico e fragilità finanziaria alla base della crisi e successivamente identificato il ruolo dei derivati in ciascuna fonte. Le fonti che hanno scatenato la recente crisi, secondo Haiss e Sammer, sono cinque:

- **Il forte indebitamento** da parte dei privati e delle aziende causato dall’alta leva finanziaria⁵⁴, dovuta alla volontà di ricercare opportunità d’investimento sempre più profittevoli.
- **L’azzardo morale** delle istituzioni finanziarie originatosi in seguito alla sostituzione del modello “originate to hold” con il modello “originate to distribute” e influenzato dalla diffusa mentalità “too big too fail”, che vedeva nello Stato il prestatore di ultima

⁵¹ Banche comprese

⁵² Schwarzc, S.L. (2008), “Systemic Risk”. The Georgetown Law Journal, pag. 204.

⁵³ I quali hanno individuato le cinque risorse alla base di una crisi sistemica: finanziamento, contagio, perdita di fiducia, costi sostanziali e responsabilità politica.

⁵⁴ La leva finanziaria è data dal rapporto fra attività e capitale proprio, rappresenta un’arma a doppio taglio in quanto un elevato rapporto di leva finanziaria nei momenti di boom economico assicura grandi profitti mentre in situazione di crisi può risultare fatale per l’impossibilità del capitale di coprire le perdite delle attività.

istanza delle grandi istituzioni finanziarie del mercato, troppo grandi ed importanti per fallire.

- **La complessità eccessiva degli strumenti finanziari**, che hanno creato connessioni multiple fra i vari attori del mercato per cui un singolo evento ha delle ripercussioni a catena su più soggetti.
- **La brusca riduzione della liquidità** nei mercati causata dalla terminata possibilità di finanziarsi a breve termine attraverso repo, dall'aumento della quantità di moneta trattenuta e non investita, dagli elevati disinvestimenti, svalutazione di asset e vari default. Fattore comune a tutti questi eventi è la perdita di fiducia nei mercati finanziari da parte degli investitori.
- **L'assenza di coordinamento**⁵⁵ tra i vari attori del mercato nell'applicazione del modello "originate to distribute".

I derivati hanno contribuito in parte od in tutto ad originare ogni fonte⁵⁶:

- Con riferimento alla prima fonte, i derivati hanno non solo soddisfatto la richiesta di investimenti sempre più redditizi offrendo strumenti dall'alto rendimento e dal rischio contenuto (sulla carta) come gli MBS e i CDO, ma anche fornito l'oggetto dello strumento attraverso cui indebitarsi nel breve (repo).
- Per quanto riguarda l'azzardo morale, i derivati sono stati l'oggetto del desiderio che ha spinto le istituzioni finanziarie ad osare negli investimenti.
- Gli strumenti cartolarizzati hanno distribuito il rischio iniziale dei sottostanti ad un ampio numero di investitori ma, data la loro complicata costruzione, per quest'ultimi non è stato possibile né attribuire il giusto livello di rischio (per quantificare l'esposizione al rischio) né comprendere appieno i collegamenti tra gli ulteriori livelli di cartolarizzazione. Inoltre, attorno a questi strumenti, c'è stata poca trasparenza da parte degli istituti bancari che li hanno creati.
- Gli eventi alla base della brusca riduzione di liquidità nei mercati sono stati in buona parte determinati dalla crisi di fiducia innescata dal crollo del sistema opaco ed oligopolistico architettato dalla NFA attorno ai derivati cartolarizzati.

⁵⁵ Dovuta, oltre al mancato coordinamento tra gli attori del mercato, ad una regolamentazione pressoché assente.

⁵⁶ Haiss, P., & Sammer, B. (2010), "The Impact of Derivatives Markets on Financial Integration, Risk, and Economic Growth". SSRN Electronic Journal, August 2010, pag. 25-30

- L'esteso utilizzo del "modello originate to distribute" è avvenuto a seguito della nascita di prodotti dell'innovazione finanziaria quali i CDS e gli strumenti derivati ottenuti dal processo di cartolarizzazione.

In conclusione, è possibile affermare che pur non essendo la causa scatenante della crisi finanziaria, i derivati hanno avuto un impatto cruciale sia nella fase di crescita della bolla immobiliare che nella propagazione della crisi al sistema finanziario globale.

Per quanto riguarda la crescita della bolla immobiliare, gli strumenti derivati cartolarizzati hanno determinato la nascita e lo sviluppo di un nuovo modello d'intermediazione bancaria ("originate to distribute") il quale ha facilitato l'accesso al credito alle famiglie. Con la possibilità di trasferire all'esterno il rischio dei mutui attraverso il processo di cartolarizzazione, le banche hanno aumentato l'offerta di mutui (arrivando anche a concedere credito alle famiglie che non possedevano tutti i requisiti necessari), provocando anche l'incremento del prezzo degli immobili. Gli istituti bancari hanno forzato la propria leva finanziaria, concentrando al loro interno, in modo non sempre consapevole, una notevole quantità di rischio.

In merito alla propagazione della crisi, il ruolo dei derivati è riassumibile in due aspetti chiave: l'amplificazione della scarsità di fiducia causata dalla crisi e la costruzione di una connessione tra tutti i segmenti del sistema finanziario. La difficile rilevazione della distribuzione dei rischi, legata all'opacità e complessità dei derivati, non solo ha reso ardua la comprensione degli strumenti derivati da parte degli acquirenti, ma ha anche aumentato l'incertezza sulla loro rischiosità, contribuendo così alla diffusione della mancanza di fiducia nei confronti del sistema finanziario conseguente allo scoppio della crisi nel settore. In aggiunta, la complessa costruzione dei derivati cartolarizzati ha legato il destino di più attori del mercato (basti pensare al numero di soggetti coinvolti e ai legami di dipendenza presenti in un processo di cartolarizzazione a più livelli), i quali, per via della complessità e della poca trasparenza, non ne erano sempre pienamente consapevoli.

Il rischio dello scoppio di una crisi, infine, è stato sottovalutato a livello normativo, in quanto le istituzioni competenti non si sono rese conto della potenzialità distruttiva legata al sistema messo in atto dalla NFA, non riuscendo, quindi, a prevenire la crisi attraverso un adeguato sistema di regolamentazione.

Capitolo III: I principali interventi normativi in Europa successivi alla crisi finanziaria

Le linee guida

La crisi finanziaria ha evidenziato la necessità di una regolamentazione adeguata, per gli strumenti derivati ed il sistema finanziario in generale, che sia condivisa e applicata da più Stati possibile onde prevenire, attraverso un opportuno coordinamento internazionale, lo scoppio di una crisi sistemica.

Le prime direttive al riguardo sono giunte dalla Commissione europea nel marzo 2009 con la Comunicazione “Guidare la ripresa in Europa” e nel luglio 2009 con la Comunicazione “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi” (integrata con “le azioni strategiche future da effettuare” nell’ottobre dello stesso anno).

I punti chiave della prima Comunicazione riguardavano⁵⁷:

- Il mantenimento di un sistema finanziario stabile da attuare attraverso opportuni sistemi di vigilanza che vadano a mitigare il rischio sistemico. In particolare è stata suggerita la creazione di un sistema di sorveglianza sul sistema finanziario europeo⁵⁸ (poi approvato nel luglio dello stesso anno ed entrato in vigore alla fine del 2010);
- La sicurezza degli investitori, dei consumatori e delle PMI europee in merito ai loro risparmi, al loro accesso al credito e ai loro diritti relativi ai prodotti finanziari;
- Il sostentamento dell’economia reale e dei cittadini attraverso idonei provvedimenti.

Il contenuto della seconda Comunicazione⁵⁹, invece, aveva una funzione prettamente informativa e riguardava soprattutto l’analisi del ruolo ricoperto dai derivati nella crisi finanziaria, dei loro benefici e rischi e delle operazioni necessarie alla riduzione dei rischi identificati, soffermandosi in particolare sui derivati OTC e sui possibili miglioramenti

⁵⁷ European Union Law (2009), “Guida la ripresa in Europa”. Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3A0013> [data di accesso 18/06/17]

⁵⁸ Il sistema di vigilanza europeo è composta da due entità: l’ESRB (European Systemic Risk Board) con compiti di vigilanza macroprudenziali e l’ESA’s (European Supervisory Authorities) con compiti di vigilanza microprudenziali, entrambi interagiscono fra di loro ed effettuano segnalazioni ai governi in caso di rischio.

⁵⁹ European Union Law (2009), “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi”. Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52009DC0332> [data di accesso 18/06/17]

apportabili al processo di negoziazione e di gestione dei rischi della controparte (attraverso la mediazione di controparti centrali⁶⁰).

Le direttive della Commissione europea e le analisi del Financial Stability Board hanno fatto da premessa al dibattito internazionale avvenuto nel G20 riunitosi a Pittsburgh nel settembre del 2009 (e continuato nel successivo appuntamento del G20 di giugno 2010 a Toronto), che ha delineato le future azioni di cooperazione internazionale da implementare nel sistema finanziario, evidenziando quattro tematiche principali da affrontare⁶¹: finalizzare la revisione sulle regole del capitale delle banche; spostare la negoziazione di derivati OTC in borsa o su piattaforme elettroniche di negoziazione con controparti centrali; riformare il sistema dei risarcimenti nel settore finanziario a sostegno della stabilità finanziaria e l'implementazione di misure che riducano l'azzardo morale nonché il rischio di default delle istituzioni finanziarie "Too Big To Fail". Le principali aree d'intervento post-crisi, a seguito delle discussioni avvenute presso le principali istituzioni internazionali ed europee, si possono suddividere in:

- 1. Regolamentazione di mercati, intermediari finanziari e prodotti finanziari**, di cui le principali misure sono state:
 - Il "Dodd-Frank Act", sulla regolazione degli strumenti derivati negli USA;
 - Il regolamento europeo EMIR sulla trasparenza e la riduzione del rischio sistemico sul mercato dei derivati;
 - La Direttiva Europea MiFID 2, in sostituzione della Direttiva MiFID emanata nel 2004, ed il Regolamento attuativo europeo MiFIR;
 - Regolamentazione dei fondi d'investimento, delle agenzie di rating e delle remunerazioni dei manager;
 - Il regolamento europeo sulla cartolarizzazione;
- 2. Vigilanza sul credito**, dove la principale novità in materia è rappresentata da Basilea III e le nuove misure dell'industria bancaria;
- 3. Principi contabili**, il cambiamento essenziale in quest'area è raffigurato dall'adozione del nuovo principio contabile internazionale IFRS 9 sulla classificazione e valutazione degli strumenti finanziari in bilancio. Per quanto riguarda, invece, i principi contabili nazionali è stato emanato l'OIC 32 con lo stesso ambito d'applicazione dell'IFRS 9.

⁶⁰ Le già citate clearing house

⁶¹ Norton, J.J. (2010), "NIFA-II or 'Bretton Woods-II'?: The G-20 (Leaders) summit process on managing global financial markets and the world economy – quo vadis?". Journal of Banking Regulation Vol. 11, 4, pag. 286

La regolamentazione di mercati, intermediari finanziari e prodotti finanziari

Dodd-Frank Act

Prima di analizzare gli interventi normativi in Europa non si può tralasciare il “Dodd-Frank Act”, ovvero la riforma di Wall Street messa in atto nel 2010 dall’amministrazione Obama, in linea con i principi emersi dal G20 di Pittsburgh, al fine di regolare il sistema finanziario statunitense e tutelare i consumatori.

Le principali novità introdotte dalla suddetta riforma sono⁶²:

- Il rafforzamento delle agenzie di Consumer Financial Protection Agency, che hanno il compito di proteggere i consumatori attraverso il monitoraggio e la regolazione dei settori delle carte di credito e di debito, nonché dei mutui immobiliari;
- La creazione del Financial Stability Oversight Council per monitorare la presenza di eventuali rischi sistemici nel sistema finanziario statunitense;
- Il divieto per le banche commerciali di utilizzare i depositi dei clienti per attività di compravendita sui mercati finanziari (detta Volcker Rule);
- L’istituzione dell’Office of Credit Ratings, ente con la funzione di vigilare sull’operato delle principali agenzie di rating;
- L’intervento nel mercato dei derivati OTC con la creazione di due istituzioni di vigilanza: la SEC⁶³ con l’incarico di vigilare i derivati più semplici (basati su un sottostante singolo o molto ristretto) e la CTFC (Commodity Futures Trading Commission) con il compito di monitorare gli altri derivati, in particolare i CDS.

Il Dodd-Frank Act oggi è nel mirino dell’amministrazione Trump che mira ad un suo ridimensionamento.

⁶² Borsa Italiana (2013), “L’ambiziosa riforma di Wall Street”. Disponibile su www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/dodd-frank-act-143.htm [data di accesso 18/06/17]

⁶³ Il corrispettivo statunitense della Consob

La direttiva MiFID 2 ed il Regolamento MiFIR

La direttiva 2014/65/UE MiFID 2 ed il Regolamento attuativo n.600/2014 MiFIR sono la prima risposta europea alle esigenze, messe in evidenza dalla crisi finanziaria, di migliorare il funzionamento dei mercati e di ricucire il rapporto con gli investitori, venuto meno a seguito della crisi di fiducia causata dallo scoppio della crisi.

Entrambe le sopracitate necessità sono state condizionate anche dai derivati, i quali hanno alimentato il flusso di negoziazioni nei mercati non regolamentati OTC e, data la loro complessità e poca trasparenza, aumentato la sfiducia dei consumatori.

Per quanto concerne il funzionamento dei mercati e l'ottimizzazione del momento della negoziazione di strumenti finanziari, MiFID 2 e MiFIR introducono, accanto ai già esistenti mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione⁶⁴ (MTF), nuovi sistemi multilaterali di negoziazione (OTF). Gli OTF si distinguono dagli MTF principalmente per due aspetti. Innanzitutto nei sistemi OTF si possono negoziare strumenti come prodotti strutturati, quote di emissione e derivati OTC⁶⁵ non presenti negli MTF. In secondo luogo, gli operatori OTF sono soggetti alla disciplina addizionale della MiFID 2 sulla tutela degli investitori.⁶⁶ La creazione dei sistemi OTF è dunque orientata a fornire una piattaforma di negoziazione tutelata rivolta a strumenti finanziari precedentemente privi di regolamentazione.

Al fine di contenere la crisi di fiducia degli investitori e incrementare la trasparenza dei prodotti finanziari la MiFID 2 introduce nuove norme a tutela degli investitori, fondate su quattro principi base:

- La classificazione dei clienti in una delle tre categorie previste (clienti professionali, controparti qualificate e clienti al dettaglio, la categoria più tutelata) per differenziare il grado di tutela a loro rivolto. La profilatura dei clienti avviene attraverso un questionario che stima l'appropriatezza, cioè la conoscenza in materia d'investimenti finanziari, e l'adeguatezza, che comprende, oltre all'appropriatezza, anche la valutazione della situazione finanziaria e degli obiettivi d'investimento;
- La coerenza dei servizi erogati con il profilo dei clienti rilevato;

⁶⁴ Circuiti di negoziazione, gestiti da privati, di strumenti finanziari quotati in altri mercati regolamentati, dotati di regole e procedure operative differenti da quest'ultimi

⁶⁵ Si parla dei derivati individuati dall'EMIR

⁶⁶ Financier Worldwide (2015), "Organised Trading Facilities: how they differ from MTF's". Disponibile su <https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.WU56Q1TOOhA> [data di accesso: 18/06/17]

- La trasparenza del rapporto tra cliente ed intermediario che obbliga quest'ultimo, in caso di conflitto d'interesse nell'erogazione di un servizio, ad informare il cliente;
- Principio della "Best execution", che impone che la clientela sia servita sempre al meglio delle proprie possibilità attraverso modalità chiare e comprensibili.⁶⁷

Regolamento EMIR

Il Regolamento n.648/2012 o Regolamento EMIR rappresenta la risposta dell'Unione europea all'esigenza⁶⁸ di tracciare un quadro normativo di riferimento per gli strumenti derivati OTC, che prima della crisi non erano regolamentati, con l'obiettivo di migliorare la trasparenza, ottimizzare la stabilità finanziaria e ridurre il rischio sistemico sul mercato dei derivati OTC.

Le principali disposizioni del Regolamento riguardano⁶⁹:

- L'obbligo di segnalazione, per tutti i derivati, delle informazioni contrattuali ai repertori di dati sulle negoziazioni (banche centrali di dati che ricevono le segnalazioni), che devono essere accessibili alle autorità di vigilanza;
- L'obbligo di compensazione per i contratti derivati standardizzati mediante una controparte centrale (CCP), al fine di ridurre il rischio di credito della controparte;
- L'obbligo di utilizzo di mezzi elettronici per la conferma tempestiva dei termini dei contratti derivati OTC, che hanno l'obiettivo di diminuire il rischio operativo connesso alle operazioni di negoziazione di strumenti derivati;
- L'assegnazione del compito di identificazione dei contratti, sotto l'obbligo di compensazione, all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA);

Regolamentazione dei fondi d'investimento, delle remunerazioni dei manager e delle agenzie di rating

Tre aspetti critici evidenziati dai derivati nella crisi finanziaria sono: il ruolo dei fondi d'investimento speculativi appartenenti al "sistema bancario d'ombra"; gli incentivi distorti

⁶⁷ Biffis, P., "Le operazioni e i servizi bancari", settima edizione (2015); 9.5, pag. 313-314

⁶⁸ Delineata in particolare dal già citato G20 di Pittsburgh

⁶⁹ European Union Law (2017), "Norme dell'Unione europea sui contratti derivati". Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=URISERV%3Aami0093> [data di accesso 22/06/17]

nella remunerazione dei loro manager e le valutazioni, unite alla scarsa trasparenza, delle agenzie di rating. In tutte le sopracitate aree vi è stato un provvedimento dell'Unione Europea attraverso specifici interventi.

Per quanto riguarda i fondi d'investimento, è stata emanata la Direttiva 2011/61 (integrata da regolamenti successivi come il 231/2013) in materia di autorizzazione, supervisione e vigilanza di fondi d'investimento⁷⁰. La Direttiva è rivolta innanzitutto ai gestori di fondi d'investimento alternativi definiti "Gefia", quelli che "raccolgono capitale da una pluralità di investitori allo scopo di investirlo a vantaggio di tali investitori in base a una determinata politica d'investimento"⁷¹. Per poter esercitare la propria attività i "Gefia" devono, prima di tutto, ottenere l'autorizzazione dalle autorità competenti del loro paese UE d'origine e rispettare dei requisiti minimi sul capitale. Inoltre, per essi sono introdotti dei limiti alla leva finanziaria e l'obbligo di comunicazione periodica sulla loro gestione interna del rischio alle Autorità competenti.

La tematica strettamente collegata ai fondi d'investimento è quella della remunerazione dei manager. Al riguardo sia il Financial Stability Board, attraverso delle linee guida⁷², che l'Unione Europea, per mezzo delle raccomandazioni (non vincolanti a livello comunitario, lo diventano solo nel caso di recepimento da parte dei sistemi legislativi dei rispettivi Paesi), hanno suggerito un nuovo sistema retributivo. Punti salienti di tale sistema sono l'implementazione di un comitato remunerazioni interno e una retribuzione equilibrata tra componente fissa e componente variabile (in linea con gli obiettivi strategico-economici a lungo termine ed i valori dell'azienda); con quest'ultima correlata alle mansioni svolte e ai rischi assunti, che non viene versata subito ma solo dopo qualche anno, necessario a valutare la coerenza tra azioni implementate e risultati conseguiti.

Infine va citata la regolamentazione delle agenzie di rating del credito, introdotta dal Regolamento n 1060/2009 e successivamente modificata da altri regolamenti e direttive, di cui l'ultima è stata la Direttiva UE 2014/51. I punti chiave delle disposizioni riguardano⁷³:

⁷⁰ European Union Law (2011), "Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio sui gestori di fondi d'investimento alternativi". Disponibile presso <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32011L0061> [data di accesso 10/07/17]

⁷¹ Sono inclusi quindi fondi speculativi e fondi d'investimento mentre la Direttiva esclude fondi pensione e fondi di gestione del risparmio dei lavoratori

⁷² Il Sole 24 ORE (2009), "Le linee guida del Financial stability board sui bonus". Disponibile presso <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/10/fsb-bonus-manager-linee-guida.shtml> [data di accesso 10/07/17]

⁷³ European Union Law (2014), "Agenzie di rating del credito" <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Aami0009> [data di accesso 10/07/17]

- L'obbligo di registrazione delle agenzie di rating, sottoposto all'approvazione e alla vigilanza dell'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati)
- Una maggiore responsabilità in capo alle agenzie in caso di violazione del regolamento, sia intenzionale che per negligenza;
- Una maggiore indipendenza e minori conflitti d'interesse da parte delle agenzie, risultante in regole che prevedono: una rotazione delle agenzie di valutazione degli strumenti finanziari complessi (gli emittitori dovranno cambiare agenzia ogni quattro anni); divieti di valutazioni per le attività dei soci dell'agenzia che possiedono più del 10% del capitale (o dei diritti di voto) dell'agenzia o più del 10% dell'entità oggetto di valutazione; divieto di detenzione di più del 5% del capitale (o dei diritti di voto) di più agenzie.

Regolamento europeo sulla cartolarizzazione

Un ruolo determinante nello sviluppo e propagazione della crisi finanziaria è stato indubbiamente svolto dalla cartolarizzazione. In merito a questo argomento il 30 maggio 2017 è stato siglato un accordo politico tra il Consiglio e il Parlamento europeo, che prenderà forma attraverso il “regolamento sulla cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS)”. L'obiettivo del regolamento risiede non solo nel differenziare gli strumenti derivati cartolarizzati da quelli rischiosi, stabilendo norme comuni che assicurino prodotti cartolarizzati sicuri, semplici, trasparenti, standardizzati e controllati, ma anche nel restituire una fonte di finanziamento cruciale alle PMI, il cui uso è diminuito⁷⁴ a seguito della crisi finanziaria.

Le novità principali introdotte dal regolamento riguardano⁷⁵:

- La definizione di cartolarizzazione semplice (cioè ottenuta dallo stesso tipo di prestiti),
- Obblighi nella documentazione per gli emittenti volti ad assicurare trasparenza e standardizzazione;
- L'obbligo di mantenimento del rischio del 5% (i promotori originari dovranno mantenere almeno il 5% della cartolarizzazione), per evitare che i derivati cartolarizzati non siano solo originati per essere distribuiti agli investitori;

⁷⁴ La Commissione europea rivela che l'ammontare della cartolarizzazione dei prestiti alle PMI è sceso dai 77 miliardi di euro del 2007 ai 36 miliardi di euro del 2014

⁷⁵ European Union Law (2017), “Cartolarizzazione: migliorare il finanziamento dell'economia dell'UE”. Disponibile presso www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/securitisation [data di accesso 28/06/17]

- La creazione di un repertorio di dati per le operazioni di cartolarizzazione;
- Norme per evitare conflitti di interesse che assegnano la responsabilità della certificazione STS ai promotori, cedenti, prestatori originari o delle società veicolo.

La vigilanza sul credito

Basilea III

Le proposte sulla revisione delle regole sul capitale delle banche, emerse nei vari meeting del G20 successivi allo scoppio della crisi finanziaria, sono state incorporate nel nuovo insieme di regole relative alla vigilanza bancaria “Basilea III”, introdotte ad inizio 2013⁷⁶. Il fine è quello di rendere più stabile il sistema finanziario tramite misure che permettano una migliore copertura dei rischi assunti dalle banche attraverso un adeguato sistema di prevenzione.

Le tre aree di intervento principali delle misure di “Basilea III” sono: il rafforzamento delle regole sui requisiti patrimoniali, limiti alla leva finanziaria e l’introduzione di standard minimi di liquidità che permettano alle banche di far fronte al rischio di liquidità attraverso le dovute coperture.

Sul fronte dei requisiti minimi di liquidità, le nuove regole introdotte sono due⁷⁷:

- La “Liquidity Coverage Ratio” (RCR), con ottica di breve periodo, prevede l’obbligo delle banche di detenere risorse liquide sufficienti per coprire uscite di fondi per 30 giorni senza dover ricorrere a finanziamenti esterni;
- La “Net Stable Funding Ratio” (NSFR), con ottica di medio periodo⁷⁸, richiede la presenza di sufficienti fonti liquide stabili a copertura degli impieghi di medio periodo. L’ introduzione di questa norma ha l’obiettivo di scoraggiare le banche a concentrarsi solo sul breve periodo.

La volontà di evitare un eccessivo indebitamento del sistema bancario, come invece avvenuto nel periodo pre-crisi, ha spinto il Comitato di Basilea ad introdurre un livello massimo di leva finanziaria adottabile. Dal 2018, le banche dovranno mantenere un livello di risorse primarie di

⁷⁶ È previsto, però, un periodo di transizione fino al 1° gennaio 2019 per favore l’adeguamento normativo.

⁷⁷ Cociug, V., & Dogotari, V. (2014), “Financial Innovations and Prudential Regulation – Impact of new Rules of Basel III, pag. 15

⁷⁸ Ad esempio 1 anno

capitale (Tier 1) pari al 3% delle attività non ponderate per il rischio, che siano esse comprese o non comprese nel bilancio (in questo modo si considerano anche i derivati fuori bilancio).

Per quanto riguarda, invece, i requisiti patrimoniali, “Basilea III” rimarca la funzione del capitale come potenziale riserva a copertura delle perdite, e di conseguenza garanzia per un corretto funzionamento del sistema finanziario, introducendo requisiti patrimoniali più stringenti⁷⁹.

Innanzitutto viene istituita una definizione armonizzata di capitale bancario di qualità detto “Common Equity Tier 1” (CET1) o Tier 1 composto dalla somma di Common Equity⁸⁰ e altri strumenti finanziari⁸¹, escludendo, però, da quest’ultimi strumenti finanziari ibridi quasi-equity (che rientrano invece nella definizione di Tier 2). Il CET1 rappresenta il nocciolo duro del capitale di ogni istituto bancario, ovvero la quantità di risorse primarie, a disposizione della banca, per garantire i prestiti concessi alla clientela e far fronte ad eventuali deterioramenti delle attività. Con le nuove regole il suo livello minimo è stato innalzato dal 4% al 6% (del totale delle attività ponderate per il rischio), mentre il livello di Common Equity passa dal 2% al 4,5% (sempre del totale delle attività ponderate per il rischio)⁸².

Un’ulteriore novità introdotta dalla riforma è rappresentata dall’introduzione di riserve cuscinetto di capitale aggiuntivo in ottica anti-crisi definite “buffer”, formate da Common Equity, per un peso complessivo sul totale attivo tra lo 0% ed il 2,5%. Il ruolo di questo cuscinetto è quello di garantire risorse aggiuntive nei periodi di stress. Il buffer non aumenta il requisito patrimoniale minimo in quanto entrerà in vigore, per ogni Paese, solo nei periodi di forte crescita del credito, potenzialmente capaci di creare grossi rischi per il sistema finanziario. Nel caso in cui si attinga al buffer nei periodi di crisi, inoltre, sono previste delle regole che limitano la distribuzione di dividendi e bonus, che diventano sempre più stringenti all’assottigliarsi del buffer⁸³.

⁷⁹ Rimane, però, invariato il requisito patrimoniale minimo dell’8% introdotte dai precedenti” Accordi di Basilea”

⁸⁰ Composto a sua volta dalla somma di azioni ordinarie ed utili a riserva

⁸¹ Rientrano, ad esempio, in questa categoria strumenti finanziari innovativi che, in caso di necessità, interrompono l’erogazione delle cedole per andare a rinforzare il capitale

⁸² Mieli, S. (2012), “L’attuazione in Europa delle regole di Basilea 3”. Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia Stefano Mieli, 23 febbraio 2012.

⁸³ Il Sole 24 Ore (2010), “Il Documento dell’accordo di Basilea 3”. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2010-09-28/documento-accordo-basilea-181221.shtml?uud=AYYRmcUC#continue> [data di accesso 28/06/17]

Infine, sono state introdotti cambiamenti riguardanti i derivati come l'introduzione del Credit Value Adjustment (CVA) per valutare correttamente il rischio di credito della controparte, requisiti di capitale più severi per i derivati OTC rispetto a quelli scambiati per mezzo di una CCP e requisiti di capitale più rigidi per le attività di trading. L'obiettivo dichiarato di queste riforme sugli strumenti derivati è quello di limitare le attività speculative di trading da parte delle banche commerciali⁸⁴.

La linea guida riscontrabile in ogni area d'intervento di "Basilea III" è che ogni operazione messa in atto dagli istituti bancari ha un rischio potenziale, che deve essere prevenuto, dagli istituti stessi, attraverso l'accantonamento di fondi che non possono essere utilizzati per altre attività.

Tabella di riepilogo dei requisiti patrimoniali:

Le percentuali sono tutte riferite al totale delle attività ponderate per il rischio	Prima di Basilea III	Entrata in vigore Basilea III (2013)	Fine periodo di transizione Basilea III (2019)
Tier 1	4%	4,5%	6%
Formato da:			
- Common Equity	2%	3,5%	4,5%
- altri strumenti finanziari	2%	1%	1,5%
Tier 2	4%	3,5%	2%
Tier 1 + Tier 2	8%	8%	8%
Buffer	0%	0%	2,5%

⁸⁴ Barucci, E. (2015), "Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati". Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 3 giugno 2015, pag. 10

I principi contabili

Il nuovo IFRS 9

La normativa di Basilea è strettamente collegata ai principi contabili attraverso obiettivi comuni, quali la maggiore trasparenza verso i terzi e la volontà di prevenire e gestire adeguatamente i rischi derivanti dall'attività caratteristica.⁸⁵ La crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti del principio contabile internazionale IAS 39 sulla classificazione e valutazione degli strumenti finanziari in bilancio. In particolare, la discussione è stata incentrata sulla ritardata valutazione delle perdite⁸⁶ e sull'eccessiva applicazione del metodo di valutazione "Fair value accounting", che prevede l'iscrizione e l'aggiornamento degli strumenti finanziari con riferimento ai valori che essi possono assumere "in una libera transazione fra parti consapevoli e consenzienti" (ovvero il valore di mercato).

Le critiche rivolte a questo sistema, riguardano proprio il legame tra la valutazione iscritta in bilancio ed il valore di mercato di riferimento, quest'ultimo infatti, specialmente nei periodi di crisi, è soggetto a forti oscillazioni in ribasso che alterano l'attendibilità dei valori e innescano l'effetto pro-ciclico.

La pro-ciclicità è dovuta al combinato disposto dei requisiti patrimoniali degli "Accordi di Basilea" e della valutazione al fair value. Tutto inizia con la diminuzione del prezzo dei titoli che comporta una minusvalenza (e quindi una perdita), e tale perdita incide sul patrimonio di vigilanza che diminuisce. Per ripristinare il livello minimo di capitale previsto dalle regole di Basilea, la banca smobilizza le attività finanziarie vendendole sul mercato (non avendo risorse per aumentare il patrimonio al numeratore, vende parte delle attività che stanno al denominatore dell'indice di patrimonializzazione), così facendo, però, il prezzo di mercato diminuisce ulteriormente avviando un circolo vizioso⁸⁷.

La discussione attorno al metodo del fair value si è intensificata alcuni mesi dopo l'inizio della crisi, nel febbraio 2008, in particolare, il Parlamento Europeo ha pubblicato il report "limit the scope of the fair-value principle" e ha, successivamente, fatto pressioni all'International

⁸⁵ D'Agostino, M. (2005), "Gestione aziendale del credito, cosa cambia con gli IAS/IFRS e la sentenza sull'anatocismo". Pag. 116

⁸⁶ Rilevazione delle perdite solo quando l'evento si è già verificato

⁸⁷ Ariante, P., De Rosa, C., Sica, C. (2016), "IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche". IPE Working Paper N.9 30/09/2016, pag. 3-4

Accounting Standard Board (IASB), riuscendo nel suo intento, per limitare il numero di asset soggetti alla valutazione al fair value⁸⁸.

Nonostante lo IASB abbia accordato delle concessioni, modificando lo IAS 39, alla UE, quest'ultima, negli anni seguenti, ha continuato la contestazione all'applicazione del metodo del fair value contenuta nel principio contabile attraverso conferenze, report e tramite altri canali (come il G20), arrivando anche a minacciare un abbandono dei principi contabili internazionali⁸⁹.

Alla fine, nel luglio 2014, lo IASB ha pubblicato la versione definitiva del principio contabile IFRS 9, in sostituzione del contestato IAS 39. Le principali novità introdotte dall'IFRS 9, che lo differenziano dallo IAS 39, riguardano tre categorie principali⁹⁰:

- **La classificazione e la misurazione degli strumenti finanziari**, per quanto riguarda la classificazione ed il conseguente metodo di valutazione degli strumenti finanziari in bilancio, rispetto allo IAS 39, c'è una riduzione del numero di categorie, che passano da 4 a 2 principali e una residuale. Le due principali sono le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato "Hold to collect" (HTC) che sono strumenti con le caratteristiche di un prestito⁹¹, detenuti con l'obiettivo di arrivare a scadenza per incassare, e le attività finanziarie valutate al fair value through other comprehensive income "Held to collect and sales" (HCS) che, invece, sono possedute per incassare le cedole o per essere rivendute; infine la categoria residuale è costituita dalle attività finanziarie che non possono essere classificate nelle due principali, che vengono definite attività finanziarie valutate al fair value through profit and loss (FVTPL). Un'ulteriore novità è rappresentata dall'iscrizione delle variazioni di valore dovute al peggioramento creditizio degli strumenti finanziari FVTPL nell'Other Comprehensive Income (OCI), anziché nel conto economico al fine di evitare che la loro volatilità condizioni il risultato economico di periodo.

⁸⁸ Bengtsson, E. (2011), "Repoliticalization of accounting standard setting—The IASB, the EU and the global financial crisis". *Critical Perspectives on Accounting* 22 (2011), pag. 571

⁸⁹ Bengtsson, E. (2011), "Repoliticalization of accounting standard setting—The IASB, the EU and the global financial crisis". *Critical Perspectives on Accounting* 22 (2011), pag. 574

⁹⁰ Ariante, P., De Rosa, C., Sica, C. (2016), "IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche". IPE Working Paper N.9 30/09/2016, pag. 5-11

⁹¹ Caratterizzati, quindi, da flussi di cassa regolari formati dalla quota di rimborso del capitale nominale erogato e dalla quota interessi

- **L'impairment test**⁹², l'IFRS 9 introduce una nuova e unica modalità di impairment per uniformare la metodologia di valutazione ed impostare un sistema di svalutazione, degli strumenti finanziari non valutati al fair value, che rilevi ed imputi le perdite quando si verifica il peggioramento dello stato creditizio che ha originato il credito e non, come in precedenza, ad evento svalutativo effettivamente avvenuto.
- **Strumenti finanziari di copertura o Hedge Accounting**, con il proliferare degli strumenti di copertura, l'IFRS 9 cerca con il nuovo principio sull'Hedge Accounting, di allineare la normativa degli strumenti di copertura con quella del risk management, cercando nel contempo di ampliare la definizione dell'Hedge Accounting e semplificarne la gestione.

Con le novità introdotte dall'IFRS 9 viene quindi limitato l'utilizzo del fair value ad alcune categorie chiaramente identificate dal principio, scongiurando così un effetto pro-ciclico determinato dalla discrezionalità degli istituti finanziari nello scegliere la categoria iniziale di rivelazione dello strumento (come invece accadeva con lo IAS 39). La volontà di uniformare le metodologie applicabili è una linea guida identificabile in tutte le novità introdotte dal principio contabile, segno che si vuole limitare l'autonomia decisionale privata per garantire un sistema il più uniforme e confrontabile possibile, soprattutto per quanto riguarda gli strumenti derivati che ora saranno rappresentati e valutati in bilancio più correttamente.

Nella decisione di riformare il principio contabile sulla classificazione e valutazione degli strumenti finanziari, hanno avuto un ruolo determinante le pressioni politiche, esercitate in particolar modo dalla UE, che ha ottenuto il cambiamento richiesto ad un prezzo elevato: la fine dell'indipendenza dello IASB, il quale, nato appunto per essere un organismo completamente indipendente, ha ceduto alle pressioni politiche apportate. È, tuttavia, ancora presto per comprendere se si sia trattato di un caso isolato, dettato dall'urgenza di ridare stabilità al sistema finanziario in crisi, oppure se si sia giunti alla fine della totale indipendenza dello IASB dalla politica. In quest'ultimo scenario, una delle conseguenze possibili, potrebbe essere la perdita di fiducia dei mercati nei principi contabili internazionali emanati dallo IASB⁹³.

⁹² Test che verifica che le attività in bilancio siano iscritte ad un valore che non supera quello effettivamente recuperabile

⁹³ Bengtsson, E. (2011), "Repoliticalization of accounting standard setting—The IASB, the EU and the global financial crisis". *Critical Perspectives on Accounting* 22 (2011), pag. 577-578

L'OIC 32

Il principio contabile nazionale OIC 32 è stato formulato a seguito delle disposizioni emanate dal decreto legislativo 139/2015 in materia di contabilizzazione dei derivati, in recepimento della direttiva UE 34/2013. Esso rappresenta una novità nel panorama dei principi contabili nazionali essendo il primo che regola specificatamente gli strumenti derivati, la cui finalità è, infatti “disciplinare i criteri per la rilevazione, classificazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati, nonché le tecniche di valutazione del fair value degli strumenti finanziari derivati e le informazioni da presentare nella nota integrativa”⁹⁴. L’animo e la finalità del principio sono le stesse del principio contabile internazionale IFRS 9 ma, l’OIC, afferma che non si tratta di una mera traduzione, bensì di un adattamento semplificato al nostro sistema nazionale dei più complessi modelli contabili internazionali di strumenti derivati⁹⁵.

Innanzitutto l’OIC 32 definisce lo strumento finanziario come “qualsiasi contratto in grado di dare origine ad un’attività finanziaria per una società e ad una passività finanziaria o ad uno strumento di capitale per un’altra società” per poi definire lo strumento finanziario derivato, ovvero uno strumento finanziario con le seguenti caratteristiche⁹⁶:

1. Valore che varia come conseguenza di un determinato tasso d’interesse, prezzo di strumenti finanziari, prezzo di merci, tasso di cambio, indice di prezzo o di tasso, rating di credito o indice di credito o altra variabile, a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, tale variabile non sia specifica di una delle controparti contrattuali (a volte chiamato sottostante);
2. Non richiede un investimento netto iniziale né un investimento netto iniziale che sia minore di quanto richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a variazioni di fattori di mercato;
3. È regolato a data futura.

I derivati devono essere iscritti e valutati alla fine di ogni bilancio al fair value, cioè il “prezzo che si percepirebbe per la vendita di un’attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione”.

⁹⁴ OIC 32 (2016), “Strumenti finanziari derivati”. Organismo Italiano di Contabilità, pag. 4

⁹⁵ Marchini, P.L., & Desana, G. (2016), “Come cambiano i Principi Contabili Nazionali OIC: Novità in tema di Rendiconto Finanziario e di Strumenti Finanziari Derivati”. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, pag. 21

⁹⁶ OIC 32 (2016), “Strumenti finanziari derivati”. Organismo Italiano di Contabilità, pag. 5-6

Le variazioni, positive o negative, rilevate alla fine di ogni bilancio vanno iscritte nelle relative voci di Conto Economico.

Un'ulteriore novità riguarda la definizione di strumento di copertura, “derivato designato alla copertura di rischi di tasso di interesse, di cambio, di prezzo e di credito”. Da questa definizione seguono a loro volta i concetti di elemento coperto (“un’attività, una passività, un impegno irrevocabile, un’operazione programmata altamente probabile che a) espone la società al rischio di variazioni nel fair value o nei flussi finanziari futuri e b) è designato come coperto”) e operazione di copertura, ovvero una relazione di copertura tra uno o più strumenti di copertura e uno o più elementi coperti, che la società non può interrompere (a meno che lo strumento sia venduto o che non siano più soddisfatti i criteri di ammissibilità della copertura) e che può scegliere tra due tipi⁹⁷:

- **Copertura delle variazioni di fair value**, che si applica quando il fine della copertura è limitare l’esposizione al rischio delle variazioni di fair value di un “elemento coperto” che potrebbero danneggiare il risultato d’esercizio;
- **Copertura di flussi finanziari**, che si applica quando il fine della copertura è limitare l’esposizione al rischio di variabilità dei flussi finanziari di un “elemento coperto” che potrebbero danneggiare il risultato d’esercizio;

Nel primo caso, la valutazione al fair value dello strumento di copertura va imputata al Conto Economico, così come quella dell’elemento coperto che ha, anche, una contropartita in Stato Patrimoniale. Alla fine della copertura, la variazione di fair value cumulata dell’elemento coperto rimane parte del costo dello stesso. Nel secondo caso, invece, se la copertura si rivela efficace⁹⁸ la variazione va iscritta nella “riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi” mentre, se si rivela inefficace⁹⁹ la variazione va imputata alla voce “utili o perdite degli esercizi precedenti”. In ogni caso, alla fine della copertura, avviene il rilascio della riserva, da imputare a Conto Economico, in contropartita ai flussi finanziari oggetto di copertura.

Con l’OIC 32, i principi contabili italiani seguono la crescente diffusione degli strumenti derivati nel nostro sistema finanziario (soprattutto di quelli di copertura), andando a specificare definizioni e metodi di valutazione puntuali per offrire una loro corretta e veritiera rilevazione nel bilancio d’esercizio.

⁹⁷ Fabi, T. (2017), “I nuovi principi contabili nazionali, OIC 32 – Strumenti finanziari derivati”

⁹⁸ Livello a cui le variazioni nel fair value o nei flussi finanziari dell’elemento coperto sono compensate dalle variazioni nel fair value o nei flussi finanziari dello strumento di copertura

⁹⁹ Grado in cui le variazioni del fair value o nei flussi finanziari dello strumento di copertura superano o sono inferiori a quelli dell’elemento coperto

Conclusioni

Gli interventi normativi messi in atto dalle autorità competenti hanno riguardato punti nevralgici del sistema finanziario, identificati a seguito dello scoppio della crisi finanziaria. Come evidenziato nel capitolo due, il ruolo svolto dagli strumenti finanziari derivati, in particolare da quelli derivanti dall'innovazione finanziaria dell'ultimo decennio, è stato determinante sia nella fase di sviluppo della bolla immobiliare, l'evento scatenante della crisi finanziaria, che nella successiva fase di propagazione. È possibile, di conseguenza, ricondurre gli interventi normativi attuati alle problematiche connesse ai derivati.

Primo fra tutti, il Dodd-Frank Act americano, che interviene in tutte le aree coinvolte: a partire dal livello micro concentrandosi sulla vigilanza riguardante i singoli strumenti derivati, passando per la vigilanza a tutela degli investitori, per arrivare, infine, a livello macro con la regolamentazione dell'attività delle banche d'investimento, la vigilanza sull'operato delle agenzie di rating e la più ampia vigilanza generale sul rischio sistemico.

A livello europeo, le nuove norme poste a tutela degli investitori, per cercare di ricreare il rapporto di fiducia venuto meno, sono affidate alla direttiva MiFID 2 ed al regolamento attuativo MiFIR. Mentre specifici interventi sugli strumenti derivati sono stati attuati con il regolamento EMIR (che si concentra sugli strumenti derivati ed in particolare sulla negoziazione dei derivati OTC), a cui si aggiungerà presto il nuovo regolamento sulla cartolarizzazione, che ha invece l'obiettivo di limitare gli effetti congiunti del processo di cartolarizzazione e del nuovo modello di intermediazione bancaria "originate to distribute", il quale ha sostituito il tradizionale "originate to hold". Da segnalare, infine, gli interventi posti in essere per regolamentare le agenzie di rating, i fondi d'investimento e le retribuzioni dei manager, tutti elementi, che hanno avuto un ruolo importante nella crisi, strettamente connessi con il mondo degli strumenti derivati.

Accanto agli specifici interventi dell'Unione Europea, sono due i provvedimenti di caratura internazionale più significativi: Il regolamento di "Basilea III" riguardante l'industria bancaria, che concentra le sue regole in particolar modo sul capitale di quest'ultima (per scongiurare un'eccessiva concentrazione di rischio da parte delle banche attraverso il pericoloso effetto leva); e l'implementazione di un nuovo principio contabile internazionale (l'IFRS 9) sulla valutazione e classificazione degli strumenti finanziari (e quindi dei derivati) in bilancio, che

mira a fornire pochi e chiari metodi di valutazione¹⁰⁰, tali da lasciare meno spazio possibile all'autonomia privata.

Tabella riepilogativa degli interventi normativi

Punti nevralgici del sistema finanziario	Principali interventi normativi
Crisi sistemica	Sistema di vigilanza europeo sul rischio sistemico, Basilea III
Crisi di fiducia degli investitori	Direttiva MiFID2 e Regolamento MiFIR
Complessità e poca trasparenza dei derivati	Regolamento EMIR, IFRS 9, Direttiva MiFID2 e Regolamento MiFIR
Assunzione eccessiva di rischio da parte del sistema bancario	Basilea III
Pro-ciclicità del sistema finanziario legata alla valutazione al fair value	IFRS 9
Rischio di liquidità	Basilea III
Distorsioni derivanti dal processo di cartolarizzazione	Regolamento sulla cartolarizzazione
Incentivi distorti agli stipendi dei manager	Linee guida FSB e UE sulle remunerazioni
Ruolo poco trasparente delle agenzie di rating	Regolamento UE sulle agenzie di rating
Ruolo oscuro dei fondi d'investimento	Regolamento UE sui fondi d'investimento

Dall'analisi emersa in questa prova finale è possibile affermare che il ruolo chiave svolto dagli strumenti derivati nella crisi finanziaria è fortemente collegato non tanto a delle loro caratteristiche intrinseche ed ineliminabili, quanto piuttosto all'assenza di un'adeguata regolamentazione, che ha lasciato spazio a comportamenti opportunistici da parte dei principali attori del sistema finanziario. I derivati, di per sé, non sono l'emanazione perversa di un sistema capitalista insensibile alla realtà e fondato solo sulla cieca ricerca di profitto, rappresentano, invece, uno strumento dell'innovazione finanziaria in grado di interagire con il sistema economico in quanto parte integrante di esso. Questo è desumibile anche dalla loro antica storia, che mostra come essi abbiano sempre fornito nuove possibilità, sia di scambio di beni che speculative, agli attori del mercato. Ulteriore lezione che si può dedurre dalla storia, sia passata

¹⁰⁰ Va in questa direzione anche la collaborazione intrapresa con gli US-GAAP (principi contabili statunitensi) nella stesura di questo principio contabile

che recente, è il legame tra crisi e regolamentazione. L'utilizzo distorto delle innovazioni finanziarie implementate nel sistema economico, dovuto alla capacità di alcuni attori del mercato di insinuarsi tra le pieghe di una regolamentazione inadeguata, ha sempre provocato una crisi successiva, più o meno ampia a seconda dei casi. Gli avvenimenti dell'ultimo decennio, con attori diversi, hanno seguito in realtà lo stesso copione. La regolamentazione implementata dopo la crisi finanziaria dall'Unione Europea, dotata di un carattere maggiormente preventivo piuttosto che di semplice intervento di rimedio, è indice di una volontà di accorpare a livello centrale le decisioni riguardanti il sistema finanziario. Questa volontà, che rappresenta una novità per l'ambiente europeo in quanto più incline più al sistema americano, ritiene che l'emanazione di singole disposizioni riguardanti le problematiche del sistema finanziario non è sufficiente, una regolamentazione efficace richiede che le diverse disposizioni siano il più possibile collegate e coordinate fra di loro. Infatti, il coordinamento tra Paesi e l'armonizzazione delle norme sono considerati due ingredienti imprescindibili per limitare il più possibile altre future crisi dovute agli eccessi dell'innovazione finanziaria.

101

Bibliografia

- Acharya, V.V., & Richardson, M. (2009), “Causes of the financial crisis”. *Critical Review* 21(2–3);
- Ariante, P., De Rosa, C., Sica, C. (2016), “IFRS 9: cosa cambia e quali sono gli impatti del nuovo standard contabile internazionale per le banche”. IPE Working Paper N.9 30/09/2016;
- Barucci, E. (2015), “Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”. Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 3 giugno 2015;
- Bengtsson, E. (2011), “Repoliticalization of accounting standard setting—The IASB, the EU and the global financial crisis”. *Critical Perspectives on Accounting* 22 (2011);
- Biffis, P. “Le operazioni e i servizi bancari”, settima edizione (2015);
- Cerbioni, F., Fabrizi, M., & Parbonetti, A. (2015), “Securizations and the financial crisis: Is accounting the missing link?”. *Accounting Forum* 39 (2015);
- Cociug, V., & Dogotari, V. (2014), “Financial Innovations and Prudential Regulation – Impact of new Rules of Basel III”;
- CONSOB-Divisione Studi (2016), “Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria, Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime”;
- Crotty, J. (2008), “Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’”. *Economics Department Working Paper Series*. 16;
- D’Agostino, M. (2005), “Gestione aziendale del credito, cosa cambia con gli IAS/IFRS e la sentenza sull’anatocismo”;
- Fabi, T. (2017), “I nuovi principi contabili nazionali, OIC 32 – Strumenti finanziari derivati”;
- Grima, S. (2012), “The Current Financial Crisis and Derivative Misuse”. ISSN 2277-0844; Volume 1, Issue 8, pag 265-276; November 2012;
- Haiss, P., & Sammer, B. (2010), “The Impact of Derivatives Markets on Financial Integration, Risk, and Economic Growth”. *SSRN Electronic Journal*, August 2010;
- Kummer, S., & Pauletto, C. (2012), “The History of Derivatives: A Few Milestones”. *EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets*, Zurich, 3 May 2012;
- Marchini, P.L., & Desana, G. (2016), “Come cambiano i Principi Contabili Nazionali OIC: Novità in tema di Rendiconto Finanziario e di Strumenti Finanziari Derivati”. *Fondazione Nazionale dei Commercialisti*;

- Mieli, S. (2012), “L’attuazione in Europa delle regole di Basilea 3”. Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia Stefano Mieli, 23 febbraio 2012;
- Norton, J.J. (2010), “NIFA-II or ‘Bretton Woods-II’?: The G-20 (Leaders) summit process on managing global financial markets and the world economy – quo vadis?”. Journal of Banking Regulation Vol. 11, 4;
- OIC 32 (2016), “Strumenti finanziari derivati”. Organismo Italiano di Contabilità;
- Patroni Griffi, U. I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in Riv. Dir. banc., dirittobancario.it, 23, 2012;
- Schwarcz, S.L. (2008), “Systemic Risk”. The Georgetown Law Journal;
- Signorini, L.F. (2015), “Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati”. Camera dei deputati, VI Commissione Finanze 15 giugno 2015;
- Sundaram, R.K. (2013), “Derivatives in Financial Market Development”. IGC working paper.

Sitografia

- Borsa Italiana (2013), “L’ambiziosa riforma di Wall Street”. Disponibile su www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/dodd-frank-act-143.htm [data di accesso 18/06/17]
- Consob, “I Derivati”. Disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/i-derivati [data di accesso: 02/05/17]
- Consob, “La securitisation”. Disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation [data di accesso: 15/05/17]
- European Union Law (2009), “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi”. Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52009DC0332> [data di accesso 18/06/17]
- European Union Law (2009), “Guida la ripresa in Europa”. Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Aami0013> [data di accesso 18/06/17]
- European Union Law (2011), “Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio sui gestori di fondi d’investimento alternativi”. Disponibile presso <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32011L0061> [data di accesso 10/07/17]

- European Union Law (2014), “Agenzie di rating del credito” <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Aami0009> [data di accesso 10/07/17]
- European Union Law (2017), “Cartolarizzazione: migliorare il finanziamento dell’economia dell’UE”. Disponibile presso www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/securitisation [data di accesso 28/06/17]
- European Union Law (2017), “Norme dell’Unione europea sui contratti derivati”. Disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=URISERV%3Aami0093> [data di accesso 22/06/17]
- Financier Worldwide (2015), “Organised Trading Facilities: how they differ from MTF’s”. Disponibile su <https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.WU56Q1TOOhA> [data di accesso: 18/06/17]
- Il Sole 24 ORE (2009), “Le linee guida del Financial stability board sui bonus”. Disponibile presso <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/10/fsb-bonus-manager-linee-guida.shtml> [data di accesso 10/07/17]
- Il Sole 24 Ore (2010), “Il Documento dell’accordo di Basilea 3”. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2010-09-28/documento-accordo-basilea-181221.shtml?uuid=AYYRmcUC#continue> [data di accesso 28/06/17]
- Treccani, “Derivati Finanziari”. Disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_\(Enciclopedia-Italiana\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/derivati-finanziari_(Enciclopedia-Italiana)/) [data di accesso: 03/05/17]