

RISCHI DEI DERIVATI OTC DOPO LA RIFORMA DEL SISTEMA FINANZIARIO

Chiara OLDANI¹

Abstract

I derivati OTC hanno giocato un ruolo evidente nella recente crisi finanziaria mondiale. L'approccio di riforma intrapreso dai paesi del G-20 per garantire la stabilità finanziaria è solido, ma il livello relativamente basso di coordinamento transatlantico potrebbe ridurne l'efficacia. Inoltre, lo scambio di derivati OTC da parte di operatori non finanziari spesso non avviene in base alle nuove regole, diminuendo gli incentivi a compensare centralmente i contratti OTC, aumentando i rischi di controparte, riducendo la stabilità finanziaria e la resilienza. Il G-20 dovrebbe raccomandare il monitoraggio degli scambi di derivati OTC degli operatori non finanziari e potenziare le procedure contabili e di gestione del rischio.

Derivati Finanziari

Il mancato intervento per la regolazione internazionale delle negoziazioni dei derivati Over the Counter (OTC) tra operatori non finanziari costituisce una fonte di rischio sistemico. Infatti, in occasione del G-20 di Brisbane (novembre 2014) i leader mondiali hanno espresso una chiara posizione sul tema affermando che "uno sforzo cruciale rimane da compiere per costruire un sistema finanziario più solido e resiliente" (critical works remain to build a stronger, more resilient financial system); vanno dunque ancora compiute riforme in tempi rapidi sui derivati OTC. Dal 2009 i leader mondiali sono impegnati nella revisione dell'architettura finanziaria globale al fine di fronteggiare al meglio i nuovi rischi e promuovere in maniera efficace la crescita.

¹ Chiara OLDANI, Direttore della Ricerca, ASSONEBB

Come condiviso da molti economisti, la crisi finanziaria non è stata solo il prodotto di un eccesso di credito e della bolla finanziaria, ma anche di un “processo di liberalizzazione inadeguato, di regolamentazione e supervisione non efficaci, e di interventi insufficienti” (poorly designed liberalization, ineffective regulation and supervision, and poor interventions)(IMF, 2014, p.3). Sotto la spinta propulsiva del **Financial Stability Board (FSB)**, le nazioni appartenenti al G-20 si sono impegnate a regolamentare l'utilizzo dei derivati OTC da parte degli operatori finanziari (banche e intermediari finanziari), in quanto rappresentano il 90% degli scambi. Il fulcro della riforma finanziaria globale è la creazione di mercati derivati OTC fluidi e trasparenti per rafforzare la resilienza dell'economia mondiale e la stabilità del sistema finanziario.

Nonostante la ridotta performance economica globale registrata dal 2009, il mercato dei derivati continua a crescere e ha raggiunto i \$691.000 miliardi a metà del 2014 (BIS, 2014A), misurato dal valore nozionale² (notional amount outstanding); il corrispondente valore lordo di mercato è sceso a \$17.000 miliardi, al di sotto del livello registrato nel 2013 (\$20.000 miliardi), soprattutto a causa della riduzione globale dei **tassi di interesse** (Graf. 1, 2 ,3). Il valore nozionale dei derivati supera largamente quella di gran parte dei **prodotti finanziari**; a dicembre 2013, infatti, la capitalizzazione globale dei mercati azionari ha toccato i \$64.000 miliardi e il mercato obbligazionario ha raggiunto i \$22.400 miliardi (WFE, 2014).

La Bank for International Settlements - BIS (2013) ha analizzato l'impatto macroeconomico del nuovo quadro regolamentare dei derivati OTC, confrontando i benefici economici e i costi delle riforme da attuare, e ha identificato come beneficio di lungo termine la minore probabilità di crisi economica e finanziaria che, a sua volta, rappresenta un fattore positivo per la crescita economica. I costi (di breve e lungo termine) delle riforme sono rilevanti per il sistema finanziario globale, ma la mancanza

² Il valore nozionale rappresenta il valore dell'esposizione nominale e non viene mai scambiato tra le parti.

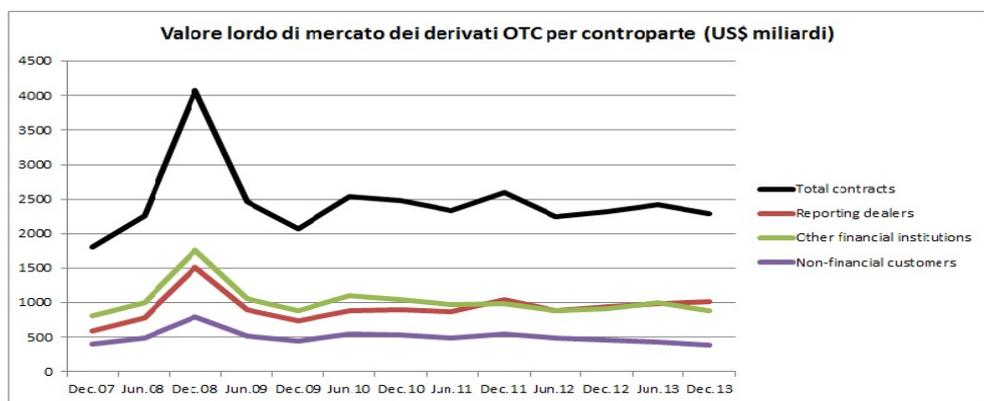
di dati relativi all'esposizione sugli scambi bilaterali, insieme all'incertezza sullo scenario regolamentare finale, hanno limitato il livello di approfondimento dell'analisi. La probabilità di avere una crescita di lungo termine più forte e più stabile con il nuovo sistema regolamentare dipende fortemente dal livello di coordinamento tra sistemi finanziari e dall'abilità di riconoscere e colmare i vuoti rimasti.

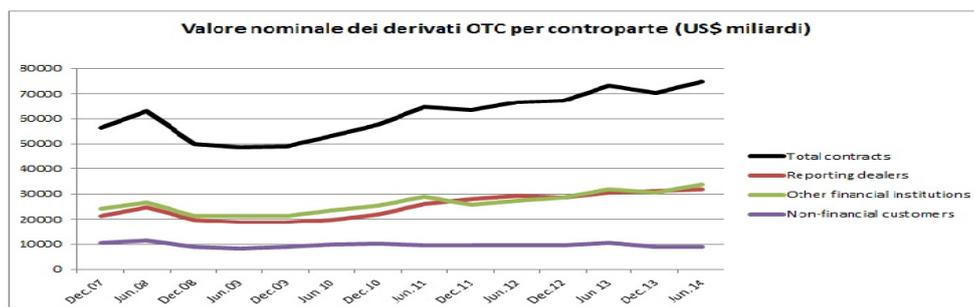
In linea generale, l'Unione Europea e gli Stati Uniti presentano un livello avanzato di attuazione delle nuove regole, in confronto agli altri paesi del G-20, ma ciò avviene a discapito della coerenza e della consistenza tra i due sistemi (Schindelheim, 2013). In particolare, regole divergenti sul capitale, sulla liquidità, sui derivati e sulla struttura bancaria creano disallineamenti regolatori che creano incentivi all'inefficienza in termini di concorrenza e prezzi, a danno del mercato finanziario (Deutsch, 2014). Questo ha effetti non trascurabili sulla crescita e lo sviluppo per tutti i paesi del G-20 a causa dell'esistenza di profondi legami finanziari.

Tab.3 Amounts outstanding of OTC foreign exchange derivatives														
By instrument and counterparty In billions of US dollars														
Notional amounts outstanding														
	Dec.07	Jun.08	Dec.08	Jun.09	Dec.09	Jun.10	Dec.10	Jun.11	Dec.11	Jun.12	Dec.12	Jun.13	Dec.13	Jun.14
Total contracts	56238	62983	50042	48732	49181	53153	57796	64698	63381	66672	67358	73121	70553	74782
Reporting dealers	21334	24845	19665	18849	18896	19924	21956	26170	27953	29484	28834	30690	31206	31971
Other financial institutions	24357	26775	21300	21441	21445	23476	25636	28854	25916	27538	28831	31757	30552	33700
Non-financial customers	10548	11362	9077	8442	8840	9753	10204	9675	9512	9651	9693	10674	8794	9111
Outright forwards and foreign														
exchange swaps	29144	31966	24494	23105	23129	25624	28433	31113	30526	31395	31718	34421	33218	35190
Reporting dealers	9899	10897	8472	7701	7683	8370	9262	10932	11319	11576	11083	11846	11647	11931
Other financial institutions	13102	14444	10906	10653	10497	11878	13018	14529	13386	14023	14860	16441	16506	18245
Non-financial customers	6143	6624	5116	4751	4949	5376	6153	5651	5820	5796	5775	6134	5066	5014
Currency swaps	14347	16307	14941	15072	16509	16360	19271	22228	22791	24156	25420	24654	25448	26141
Reporting dealers	5487	6599	6009	6330	7112	7027	8320	10075	11819	12698	12895	12443	13720	13889
Other financial institutions	6625	7367	6858	6717	7282	7274	8802	9749	8613	9086	9809	9681	9025	9463
Non-financial customers	2234	2341	2074	2025	2115	2059	2149	2404	2359	2372	2716	2530	2703	2789
Options	12748	14710	10608	10555	9543	11170	10092	11358	10065	11122	10220	14046	11886	13451
Reporting dealers	5948	7349	5184	4818	4101	4528	4373	5163	4815	5211	4856	6401	5840	6151
Other financial institutions	4629	4964	3537	4071	3666	4324	3816	4575	3917	4429	4162	5635	5022	5992
Non-financial customers	2171	2397	1887	1666	1775	2318	1902	1619	1333	1482	1203	2010	1025	1308

Gross market values														
	Dec.07	Jun.08	Dec.08	Jun.09	Dec.09	Jun.10	Dec.10	Jun.11	Dec.11	Jun.12	Dec.12	Jun.13	Dec.13	Jun.14
Total contracts	1807	2262	4084	2470	2070	2544	2482	2336	2592	2249	2313	2427	2284	1722
Reporting dealers	594	782	1520	892	732	890	899	875	1047	881	946	992	1011	709
Other financial institutions	806	995	1768	1066	888	1100	1050	973	991	885	911	999	887	693
Non-financial customers	407	484	796	512	449	554	534	489	555	483	456	437	386	321
Outright forwards and foreign														
exchange swaps	675	802	1830	870	683	930	886	777	923	773	806	957	824	571
Reporting dealers	228	281	662	301	235	315	326	318	354	282	295	360	325	209
Other financial institutions	292	348	780	374	300	400	365	302	385	337	351	421	359	263
Non-financial customers	154	172	388	195	148	215	194	157	184	153	160	175	140	99
Currency swaps	817	1071	1633	1211	1043	1201	1235	1227	1324	1190	1259	1131	1186	939
Reporting dealers	215	315	568	402	332	388	390	387	523	463	529	464	543	394
Other financial institutions	406	520	783	568	478	561	586	576	520	472	488	462	432	352
Non-financial customers	196	237	282	241	233	252	258	264	281	255	241	205	211	193
Options	315	388	621	389	344	413	362	332	345	286	249	339	273	213
Reporting dealers	151	186	290	190	166	186	182	170	170	135	123	167	143	106
Other financial institutions	108	127	205	125	111	139	98	95	86	76	71	116	96	77
Non-financial customers	57	75	126	75	68	88	81	67	90	75	55	56	35	29

BIS Quarterly Review: November 2014





Operatori non finanziari

Ad oggi il nuovo quadro regolamentare non si applica alla negoziazione tra operatori non finanziari a causa della dimensione relativamente ridotta e della supposta natura semplicistica dei prodotti; il primo elemento non dovrebbe invece far trascurare i rischi potenziali in virtù dell'effetto domino e delle profonde interconnessioni nel sistema finanziario. La contrattazione di derivati OTC da parte di Governi, amministrazioni locali e imprese non finanziarie rappresenta il 12% del mercato globale totale di derivati OTC a metà del 2014 (BIS 2014A), una dimensione che ricorda quella dei mutui sub-prime nel 2007. Inoltre, la supposta natura semplicistica dei contratti OTC negoziati dagli operatori non finanziari non è confermata dai dati di contabilità e dalla letteratura. La non applicazione della nuova regolazione, insieme al rischio-modello, limitano la possibilità di garantire in maniera efficace la stabilità finanziaria. La BIS (2014C) ha analizzato gli incentivi alla centralizzazione degli scambi di derivati OTC con il nuovo sistema regolamentare e, riguardo agli operatori finanziari, afferma che:

“se l'utilizzatore finale di derivati OTC non è soggetto a requisiti patrimoniali per il rischio di controparte il suo incentivo alla compensazione con controparti centraliz-

zate si riduce; se l'utilizzatore finale non è soggetto ai requisiti marginali sui derivati non centralizzati o non ricade oltre la soglia di margine richiesta, l'effetto sugli incentivi a compensare mediante controparti centrali non è diretto (p.19)" (if an end user of OTC derivatives is not subject to capital requirements for counterparty credit risk, its incentive for central clearing is reduced; if the end user is not subject to the margin requirement on non-centrally cleared derivatives, or that fall below the margin required thresholds, the impact on incentives to clear centrally is not straightforward" (p.19))

Governi e amministrazioni locali

Dopo il 1990 molti Stati sovrani hanno impiegato derivati finanziari OTC per coprire i rischi del loro **debito** e per controllarne i relativi costi (ad esempio per i titoli emessi in valuta estera) attraverso **swap** sui tassi d'interesse e su cambio. L'esperienza positiva di alcuni stati negli USA (ad esempio la California, il Texas), della Danimarca e del Brasile confermano che i contratti derivati OTC sono potenti strumenti di gestione del rischio, sebbene una ridotta informazione su questi contratti abbia alimentato le critiche (Oldani, 2008, cap.3).

L'esperienza delle amministrazioni locali con i derivati OTC dipende fortemente dalla loro indipendenza finanziaria dallo stato centrale. Dal momento che lo Stato è responsabile in solido per tutte le obbligazioni sottoscritte dalle amministrazioni locali, il Regno Unito ha proibito l'uso di derivati da parte delle amministrazioni locali sin dal 1988; al contrario, le Regioni italiane hanno in portafoglio derivati OTC per €10.784 milioni nel 2013, in mancanza di un chiaro quadro normativo domestico. Nel recente passato alcune amministrazioni pubbliche sono fallite a causa della cattiva gestione finanziaria dei contratti derivati; il default da \$2 miliardi della contea di Orange (California) nel 1994 e quello da \$4 miliardi della contea di Jefferson (Alabama) nel 2011 sono stati causati da eccessivi rischi finanziari (Howell-Moroney

and Hall, 2011) e non da una ridotta disponibilità di risorse, come le entrate tributarie o i finanziamenti pubblici³.

Lo Statement numero 53 emanato nel 2008 dal Governmental Accounting Standard Board (GASB) americano si focalizza sul “riconoscimento, la misurazione e l’informazione riguardanti i derivati in portafoglio dello stato e delle amministrazioni locali”; stabilisce i requisiti informativi dei derivati relativi ai termini contrattuali, ai rischi, al valore di mercato, ai rischi e al sottostante. Lo scopo è quello di “migliorare la contabilizzazione finanziaria da parte degli enti locali attraverso l’indicazione economica del valore dei contratti”. Lo standard è entrato in vigore dal 2010, ma pochissimi paesi si sono adeguati ad esso e forniscono informazioni sulle loro transazioni finanziarie, ponendo dei limiti all’analisi empirica dei rischi e dei costi che si possono svolgere.

Le imprese non finanziarie

Le imprese non finanziarie scambiano prodotti OTC con fine di copertura o di speculazione e possono acquisire qualsiasi tipo di prodotto OTC. Secondo uno studio molto recente (Paligorova, 2014), un terzo delle imprese non finanziarie canadesi quotate nella borsa di Toronto effettuano scambi in derivati quali swap, option, future e forward su moltissimi tipi di sottostanti (tasso di interesse, prezzi delle azioni, probabilità, tasso di cambio) e l’uso di questi prodotti è diffuso in tutti i settori dell’economia. Tale evidenza è in linea con la letteratura relativa agli altri paesi del G-20, prima e dopo la crisi finanziaria (e.g. Halkeback and Hagelin 1999). D’altra parte, la mancanza di dati contabili sui derivati OTC separati da altri contratti di co-

³ La città di Detroit (Michigan, USA) è un esempio di default dovuto a eccessivo indebitamento con risorse limitate, popolazione e produzione in diminuzione. Contratti di swap sbilanciati su tassi d’interesse hanno prodotto ulteriori danni e la città ha pagato ingenti commissioni alle banche per chiudere alcuni contratti.

pertura (ad esempio le **assicurazioni**) rappresenta un limite alla valutazione esaustiva dei rischi.

Mentre le imprese finanziarie devono rispettare anche requisiti patrimoniali e di mercato, quelle non finanziarie sono libere di stipulare contratti potenzialmente rischiosi senza dover soddisfare alcun requisito e con una limitata supervisione. A luglio 2014, l'**International Financial Reporting Standard (IFRS)** ha emanato lo Standard numero 9, che sostituisce lo Statement n.39 dell'**International Accounting Standard (IAS)** sull'uso dei derivati OTC da parte delle imprese finanziarie e non a partire dal 2018. L'IFRS ha introdotto criteri di valutazione al fair value dei derivati e richiede alle imprese di fornire informazioni sul tipo di contratti, lo scopo e le relazioni con il core business. L'evoluzione della struttura del sistema finanziario e l'accresciuta complessità hanno portato a questo nuovo standard contabile.

Il rischio-modello

L'incertezza sul modello di pricing dei derivati rappresenta il rischio-modello. Nel 1997 Myron S. Scholes e Robert C. Merton furono insigniti del premio Nobel in economia per il loro contributo sul pricing dei derivati finanziari. Nel 1998 l'hedge fund da loro gestito, il Long Term Capital Management (LTCM), fu colpito dalla crisi del debito asiatico e russo, e successivamente fallì. Il collasso di LTCM fu dovuto alla complessità dei modelli di rischio impiegati e all'eccessivo affidamento a tali modelli. Molti economisti e operatori di mercato credono che i modelli di pricing dei derivati siano stati usati in modo non corretto prima della crisi dei sub-prime e lo siano ancora oggi (Jarrow, 2010). Derman, nel lontano 1996, introdusse sei semplici rules of thumb (regole del pollice) per mitigare il rischio-modello, ma queste regole possono essere essenzialmente sintetizzate in una: preferire modelli semplici a quelli complessi. I membri dei consigli di amministrazione delle imprese non finanziarie e i manager delle pubbliche amministrazioni dovrebbero tenere conto di tale elementare principio nella loro azione a tutela della stabilità finanziaria d'impresa.

Enron rappresenta il principale esempio dei rischi potenziali insiti nella negoziazione di derivati. D'altra parte, spesso le imprese seguono l'approccio di Warren Buffett che nella sua lettera del 2002 agli azionisti illustrava come "i derivati sono armi finanziarie di distruzione di massa", ma guardando il bilancio della sua Berkshire Hathaway si evince come Mr. Buffett ne faccia un uso attivo, ma cum grano salis. Tuttavia, la dimensione del granello di sale non è facilmente individuabile a priori.

Derivati Over-The-Counter (OTC) e il G-20

Gli assetti normativi dei sistemi finanziari nell'UE e negli USA non sono pienamente coerenti l'uno con l'altro; questa incoerenza può essere ridotta attraverso maggiore coordinamento regolamentare da parte del G-20. Lo scambio di prodotti OTC da parte di operatori non finanziari (Governi, amministrazioni locali e imprese non finanziarie) spesso si verifica in assenza di capitalizzazione, di appropriati criteri di contabilità finanziaria e di adeguata supervisione o monitoraggio. Al fine di promuovere la crescita e la stabilità, nel 2016 il G-20 dovrebbe considerare le seguenti raccomandazioni:

- Gli altri paesi membri dovrebbero monitorare lo scambio di derivati OTC dei Governi del G-20.
- Le amministrazioni locali potrebbero avere un certo grado di libertà nell'utilizzo di sofisticati prodotti finanziari come i derivati OTC, ma dovrebbero essere controllati dallo stato centrale.
- Lo scambio di derivati OTC tra operatori non finanziari non è al momento oggetto di intenso monitoraggio e controllo e dovrebbe resa obbligatoria l'adesione al sistema di controparte centralizzata e ai sistemi di scambio con collaterale, al fine di migliorare le loro procedure contabili e di gestione del rischio per fronteggiare in modo efficace i rischi finanziari.

Bibliografia

- Bank for International Settlements BIS (2013) *Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms*, Macroeconomic Assessment Group on Derivatives MAGD, Basel, August.
- Bank for International Settlements BIS (2014A) *OTC derivatives market activity in the first half of 2014*, Basel, November.
- Bank for International Settlements BIS (2014B) *Regulatory reform of over-the-counter derivatives: an assessment of incentives to clear centrally*, Basel, October.
- DERMAN E. (1996) *Model Risk*, RISK.
- DEUTSCH K. (2014) *Transatlantic consistency*, EU Monitor: Global financial markets, Deutsche Bank Research, July 9.
- GRAMLICH Ed M. (2004) *Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs, and Challenges*, Remarks At the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, May 21.
- PER H. and HAGELIN N. (1999) *Derivatives Usage by Nonfinancial Firms in Sweden with an International Comparison*, Journal of International Financial management and Accounting, 10:2, 105-120.
- HOWELL-MORONEY M. E., HALL J. L. (2011) *Waste in the Sewer: the collapse of accountability and transparency in public finance in Jefferson county, Alabama*, Public Administration Review, March-April, 232-242.
- International Accounting Standard (IAS) n.39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.
- International Financial Reporting Standards (IFRS) n.9 *Financial Instruments*.
- International Monetary Fund (IMF) (2014). *Understanding Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. CLAESSENS S., AYHAN KOSE M., LAEVEN L., and VALENCIA F. (eds), Washington.
- JARROW R. (2010) *Risk management models*, Johnson School Research paper Series n.38 2010.

OLDANI C. (2008) *Governing Global Derivatives: Challenges and Risks*, Ashgate Publishers, London, ISBN 9780754674641.

PALIGOROVA T. and STASKOW R., (2014) *The use of financial derivatives by Canadian firms*, Bank of Canada Review, Autumn, 47-54.

SCHINDELHAIM E. (2013) *Transatlantic Cooperation in Financial Regulation Post-2008* Claremont–UC Undergraduate Research Conference on the European Union, Vol. 2013, Article 7.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES - WFE (2014), *2013 WFE market Highlights*, London.