

13 marzo 2010

Stampa l'articolo | Chiudi

## Derivati, la riforma che coinvolge Goldman, JpMorgan, Citi e BofA

di Vittorio Carlini

Dopo l'attacco alla Grecia via cds, governi e controllori hanno deciso di mettere mano al mondo dei derivati. Dal presidente del Financial stability forum **Mario Draghi** fino al cancelliere tedesco **Angela Merkel** il coro è unanime: ci vuole una stretta. Una concordia d'intenti confermata dall'[incontro di ieri a Londra](#) tra il premier inglese **Gordon Brown** e il presidente francese **Nicolas Sarkozy**.

Di fronte a [tanta unanimità](#) il mercato ha subito reagito: «I derivati non sono il male. Solamente, sono stati usati male». Ancora: «Pensare a regolare piattaforme globali è pura utopia». Di più: «Quando sono serviti, anche a stati ed enti locali, nessuno ha detto alcunché. Adesso li si vuole eliminare, troppo facile». E l'elenco delle critiche potrebbe continuare. Tanto che la domanda è inevitabile: chi ha ragione? Il tardivo risveglio politico è demagogia o chi critica le riforme è spinto da interessi di parte? Un primo passo per capirci qualcosa è sgombrare il campo dalle molte mistificazioni.

### L'obiettivo? Solo i derivati over the counter

La stretta riguarderebbe non i derivati *tout court*, bensì quelli scambiati sui mercati non regolamentati, i cosiddetti **Over the counter** (Otc). Verso i primi anni '80, negli Usa, i contratti standard erano praticamente la maggioranza. Talvolta, però, accadeva che questi titoli, scambiati nelle Borse tradizionali, non fossero adatti a difendere le società da particolari rischi: per esempio, dal rialzo dei tassi d'interesse. Ecco, allora, la necessità di creare un prodotto ad hoc.

Basta pensare ad una società che deve fare degli investimenti e si finanzia con obbligazioni a tasso variabile. Il tesoriere dell'azienda potrà decidere di pagare, rispetto alla cedola variabile, solo fino a un tetto massimo (il cosiddetto cap). Chiederà a una banca (o anche di più, per spuntare un costo minore) di "costruirgli" un derivato in cui, se la cedola andrà oltre il cap, la somma in più sarà sborsata dall'istituto di credito che emette il derivato, in cambio del pagamento di un premio. Insomma: è un **un vestito di sartoria cucito su misura per l'azienda**. E fin qui nessun problema. Ma allora, perché si è arrivati alle difficoltà odierne?

### La mancanza di trasparenza permette la speculazione

La risposta è: un mix di cause. In *primis*, l'[innovazione tecnologica, sia con la digitalizzazione dei prodotti sia attraverso la creazione di veloci network](#), ha abbassato i costi di negoziazione e facilitato le contrattazioni; poi, l'enorme liquidità che è stata immessa nei mercati negli ultimi anni (non solo durante l'attuale crisi) «ha permesso di assorbire - spiega **Andrea Resti**, direttore di FinMonitor alla Bocconi - l'offerta di protezione del rischio» creata dagli intermediari, «mantenendone allo stesso tempo basso il suo prezzo».

In questo modo, si è creato un mercato molto liquido: i contratti costruiti su misura per l'azienda si sono, nei fatti, anch'essi standardizzati e hanno iniziato ad essere scambiati nelle piattaforme Otc come singoli titoli, slegati dal sottostante per cui erano nati. In un simile habitat i grandi broker hanno capito che potevano guadagnare parecchi soldi: o con le commissioni, o con gli arbitraggi. Non va infatti dimenticato che, grazie alla *deregulation* del settore (fondamentale è il "[Commodity Futures Modernization Act](#) del 2000), la mancanza di trasparenza sulla formazione dei prezzi ha dato vita alla creazione di buoni spread denaro/lettera. Una situazione in cui, per i trader, portare a casa profitti è molto facile.

### Il caso di Aig...

«Così - ricorda **Gary Gensler**, presidente della Commodity Futures Trading Commission - il valore nominale dei derivati Otc negli Usa ha raggiunto i **300 trilioni di dollari, cioè circa dieci volte quello dei derivati regolamentati**». Si dirà ancora: ma che male c'è? Niente, se non fosse che, sottolinea Gensler: «Gli *Otc derivatives* sono stati, per esempio, al centro del fallimento di Aig». Il colosso assicurativo ha sfruttato a piene mani i cds, vendendoli a clienti intenzionati a coprirsi dal rischio di fallimento di certi titoli. Erano ben 60 i miliardi di dollari di questi derivati nei sui bilanci, con spesso a garanzia i tristemente famosi subprime. Tutti sanno com'è andata a finire.

### ...e quello della Grecia

E poi come dimenticare che, qualche anno fa, i derivati (in particolare uno swap) hanno permesso «alla Grecia - dice Gensler - di falsificare i conti pubblici; [per, poi, mettere sotto pressione la sua stessa stabilità finanziaria, con i cds, quando](#) il trucco è saltato fuori. Insomma, «nati per proteggere dal rischio adesso sono usati per sfruttarlo» al fine di accrescere il proprio utile. E non importa se la conseguenza è una crisi di sistema che può mettere in ginocchio l'economia di uno stato. A questo punto, conclude Gensler, non si può fare a meno «di regolamentare il

settore».

Una proposta di legge presentata al Congresso Usa prevede l'obbligo, per le grandi banche che vendono i derivati, di spostare gli scambi su piattaforme **pubbliche e trasparenti**. «Un'idea insensata - ribatte l'**International Swap and Derivatives Association**, la "confindustria" di settore -. Provocherebbe un abbandono dei mercati da parte dei grandi intermediari, con il conseguente calo della liquidità e il balzo dei costi». «Mi sembra un timore eccessivo - ribatte **Andrea Beltratti**, professore di economia politica alla Bocconi -. Una riduzione del profitto potrà creare qualche problema ma, di certo, non farà sparire gli operatori».

#### Le big four di Wall Street

Quel che è sicuro, invece, è che l'**eventuale stretta coinvolgerebbe soprattutto alcuni big di Wall Street**. Questa considerazione la si desume dai dati pubblicati dal [Comptroller of the Currency](#). Secondo i numeri dell'agenzia americana, su circa 202 trilioni di dollari di derivati scambiati Over the counter oltre il 90% è intermediato da sole quattro banche: **JpMorgan, Goldman Sachs, Bank of America e Citibank**. Al di là dell'inevitabile "sospetto" su chi riesca a guadagnare con simili contratti, ciò che più rileva è il rischio insito in un mercato concentrato in poche mani. Se, infatti, una di queste banche dovesse avere dei problemi l'intero sistema potrebbe saltare. Finora non è successo perché Washington lo ha impedito: *too interconnected to fail*, è il mantra cui si aggrappa Wall Street. Ma è un circolo vizioso.

«A ben vedere - dice Beltratti - la soluzione sensata potrebbe essere l'istituzione di una [controparte centralizzata](#), che garantisca il pagamento nelle contrattazioni. Insomma la creazione di una *clearing house*». Anche se non è solo questione di stanza di compensazione. «L'impostazione che sembra prendere [forma in Basilea III](#) - spiega Resti - di maggiori garanzie patrimoniali per chi opera con questi contratti mi vede favorevole. Io sono per il libero mercato, ma nel senso vero del termine». Vale a dire? «Bisogna che chi agisce si assuma lui il rischio delle suo operato. Se un'**azienda inquinata deve essere lei a pagare il costo del danno ambientale**. Analogamente, le banche non possono esternalizzare il rischio della loro attività: al contrario, bisogna che lo riportino al loro interno».

Chi dubita dell'efficacia di una regolamentazione, però, sottolinea anche un altro elemento: **avviare una stretta in un solo paese ha poco senso**; se si vuole continuare la stessa attività, si può benissimo spostarla su altri prodotti o in altri stati. «In effetti - ammette Beltratti - la delocalizzazione è plausibile. Per questo c'è bisogno di una normativa il più possibile globale. Per raggiungere questo scopo, la promulgazione di una nuova legge negli Stati Uniti sarebbe importante: farebbe da apripista ad altri stati». Magari non si arriverà ad una norma globale, ma pensare ad un coordinamento maggiore, per esempio delle autorità di controllo, sulla base di maggiori requisiti di trasparenza ( «la simmetria informativa -afferma Beltratti - , oltre ad una maggiore cultura finanziaria del retail, è buona cosa») e di garanzie patrimoniali è un passo auspicabile.

 [Brown difende la City ma con Sarkozy apre a un'intesa sugli hedge fund](#)

 [La storia dei derivati](#)

[vittorio.carlini@ilsole24ore.com](mailto:vittorio.carlini@ilsole24ore.com)

13 marzo 2010

Redazione Online | Tutti i servizi | I più cercati | Pubblicità |

> Fai di questa pagina la tua homepage |

P.I. 00777910159 - © Copyright Il Sole 24 Ore - Tutti i diritti riservati

partners **elEconomista**  Blogosfere