



## **DISEGNO DI LEGGE**

**d'iniziativa del senatore TREMONTI**

**COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 15 LUGLIO 2013**

Delega al Governo in materia di disciplina dei contratti finanziari derivati

ONOREVOLI SENATORI. - Quella disposta in articolato può (potrebbe) apparire come una norma puramente tecnica, ovvero solo contabile. E dunque come una norma a bassa intensità economica e di riflesso politica.

Non è così. Anzi!

Se introdotta, quella oggetto della presente normativa priverebbe sostanzialmente i cosiddetti strumenti derivati della componente speculativa, speculazione che è la ragione insieme della loro diffusione e della loro pericolosità.

Nei termini che seguono, più specificamente.

I contratti cosiddetti derivati sono tra i principali fattori di lievitazione della massa finanziaria globale. E, per questa ragione, sono tra i principali originatori della crisi finanziaria globale ancora in atto.

All'origine del fenomeno, ancora appena due decenni fa, non era così. Ancora a quel tempo i contratti derivati erano infatti essenzialmente contratti di tipo assicurativo, l'opposto di quello che sono ora! Ed in specie:

a) data la normale differenza tra la data di stipula di un contratto e l'ordinariamente successiva data del relativo pagamento, ovvero data la differenza tra «*money of contract*» e «*money of payment*»;

b) i contratti derivati fissavano i relativi valori alla data del contratto, escludendo di conseguenza, in capo alla parte contraente, i successivi rischi di variazione del cambio valutario o del tasso di interesse.

Era in specie così che la parte contraente, normalmente una parte industriale, fissava il suo risultato reale, senza successive e non desiderate variazioni, in aumento od in diminuzione, di origine finanziaria. In questi ter-

mini, chi vendeva o comprava un prodotto (o un servizio), ne incassava o pagava il prezzo convenuto «*ab initio*», senza successive varianti;

c) questo risultato di assicurazione era in specie garantito dagli intermediari bancari che, contro il pagamento di una commissione, facevano «*matching*» tra posizioni equivalenti opposte, a credito ed a debito. Lo facevano sintetizzando rischi opposti, così elidendoli tra di loro.

Poi tutto è cambiato. Dal 1999 (negli USA), al servizio della «globalizzazione», i contratti derivati hanno via via perso l'iniziale collegamento con l'economia reale. Da contratti assicurativi, al servizio all'economia reale, i derivati sono progressivamente diventati contratti speculativi fini a se stessi, sempre più indipendenti da ogni tipo di fondamentale elemento sottostante.

In particolare i derivati *credit default swaps* (CDS) sono oggi il paradigma, l'esempio della follia finanziaria contemporanea. All'origine, in sé, i CDS erano - come premesso - veri strumenti assicurativi. Non è più così, anzi. I CDS sono oggi la polizza dell'assicurazione più temeraria che si possa concepire. Vediamo come e perché. Un normale contratto di assicurazione è un contratto bilaterale tra due soggetti, stipulato per l'assicurazione dell'uno (l'assicurato) da parte dell'altro (l'assicuratore), contro un rischio specifico (dell'assicurato) coperto dalle riserve dell'altro (l'assicuratore). Non è più così per i CDS. Per questi il rischio non è infatti quello proprio dell'assicurato, perché con i CDS ci si può assicurare contro il rischio di un altro. In specie, se nel mondo reale posso fare una polizza antincendio per proteggere la mia casa, nel mondo dei

CDS posso assicurarmi contro il rischio che bruci la tua casa. Dato che il costo della polizza non è che una frazione del valore del bene assicurato, ecco che io trarrò un enorme profitto nel caso che la casa bruci davvero. Ma riuscirò a guadagnare anche semplicemente dicendo in giro che c'è puzza di bruciato e che ormai l'incendio sta per scoppiare. È proprio questo tipo di «opportunità» che estende a dismisura il mercato dei CDS.

È in specie così che, sulla originaria base assicurativa, si è inserita la funzione speculativa. Perché, così fatti, i CDS sono un prodotto che si trova sul mercato e dunque è possibile speculare sul loro valore, trasformando uno strumento di copertura dal rischio (*hedging*) in uno strumento che crea ed esaspera l'instabilità del sistema.

Oggi quasi tutto il mondo è coperto da una rete di CDS che hanno per oggetto le «case» (ovvero i titoli) degli altri, privi di rapporto specifico con il rischio sottostante. Infatti, rotto il rapporto specifico di controparte tra due soggetti e su di un rischio, è come se tutto fosse assicurabile, come se qualcuno o qualcosa potesse assicurare qualcuno contro il rischio della fine del mondo! Denaro vero immesso nel mercato per creare una finanza falsa, per cui tutti speculano, ma alla fine nessuno davvero assicura.

Nel periodo 2004-2010 il tasso di crescita del valore nozionale dei derivati *over-the-counter* è stato pari al 132 per cento, mentre l'espansione dei CDS è stata tre volte più veloce, pari al 367 per cento. In particolare, tra il 2004 e il 2007, vale a dire fino all'inizio della crisi *subprime*, il mercato dei CDS si è moltiplicato addirittura di 8 volte, a conferma della natura altamente speculativa che questo prodotto ha assunto.

Mentre il mercato del sottostante ha le sue proprie dimensioni e su di esso agiscono (o dovrebbero agire) le autorità monetarie e le grandi istituzioni finanziarie, in un contesto regolamentato, il mercato *over-the-counter* è invece per definizione opaco e privo di

regole. Con un ammontare di risorse ridotto è così possibile esasperare la volatilità degli *spread* dei CDS, provocando un effetto di imitazione degli *spread* dei titoli obbligazionari sottostanti. Non a caso lo *spread* dei primi è sempre più ampio dei secondi, che tendono però a muoversi nella stessa direzione: i CDS hanno quindi una funzione di «apripista».

Si ripete ancora che il CDS, nella sua originaria funzione assicurativa, ha avuto in passato un ruolo positivo, perché le quotazioni dei *credit default swaps* segnalavano in maniera corretta la crescente rischiosità del mercato. Poi tutto è cambiato. Le possibilità di esemplificare a questo proposito sono molto vaste. Ad esempio, il CDS ha avuto un ruolo chiave nel collasso delle *Bear Stearns*, una delle prime istituzioni finanziarie americane a crollare sotto i colpi della crisi. La *Bear Stearns* era specializzata nell'emissione di *asset back securities*, ovvero di titoli collegati ai mutui *subprime*. Quando il mercato immobiliare ha iniziato a perdere colpi, a partire dal 2006 e nel corso del 2007, lo *spread* sui *bond* di *Bear Stearns* è salito progressivamente fino a 150 punti, a segnalare i dubbi sulla reale solidità della compagnia.

Fin qui il CDS ha dunque fatto il suo onesto lavoro. Ma dopo si è trasformato in un *killer*. L'attacco speculativo a *Bear Stearns* arriva infatti proprio da quella parte: nel giro di due mesi e mezzo, tra gennaio e metà marzo, lo *spread* schizza infatti da 170 a 770 punti, precipitando la banca in una crisi di liquidità che si trasforma ben presto, data l'impossibilità di approvvigionarsi sul mercato dei capitali, in una crisi di solvibilità. Il 14 marzo 2008 la Fed di New York tenta un *bailout* annunciando un prestito di 25 miliardi di dollari necessari a tenere in piedi la banca. Ma la resa è inevitabile e *Bear Stearns* finisce a J.P. Morgan, che paga 2 dollari per azione, contro i 133 dollari della quotazione precedente la crisi.

Dati gli enormi profitti che si fanno operando sui CDS, nessuno è stato capace o ha avuto la volontà politica di riportare sotto controllo il CDS «mutante», che di conseguenza ha avuto, ha un ruolo centrale nell'aumentare la rischiosità sistemica globale che ha condotto alla tempesta finanziaria del 2008 e, da ultimo, ha fatto da detonatore della crisi dei debiti sovrani europei. Proprio l'assenza di regole e di trasparenza nelle negoziazioni ha in specie favorito e favorisce l'utilizzo dei CDS come acceleratore dell'instabilità finanziaria.

A ciò si aggiungono le particolari modalità operative del mercato dei CDS. Attraverso questo strumento - come si notava sopra - è infatti possibile acquistare una polizza antincendio sulla casa del tuo vicino, senza possedere la casa del tuo vicino. Ovvero, scommettere sul merito di credito di una società o di uno Stato senza necessariamente possedere il sottostante titolo a reddito fisso. In questo caso si parla di CDS nudo, *naked*: l'unico intento di chi lo acquista è infatti quello di scommettere a fini speculativi sul fallimento del debitore, una società o uno Stato sovrano, in maniera tale da massimizzare la leva finanziaria e quindi il proprio profitto.

Naturalmente, non è necessario arrivare al caso estremo del *default* del debitore: per guadagnare è sufficiente scommettere su di un deterioramento del suo merito di credito. Dato che lo *spread* applicato su un CDS è inversamente correlato al merito di credito del debitore, un contratto acquistato a uno *spread* più basso può essere successivamente bilanciato con la vendita di un contratto di simile entità a uno *spread* maggiore. Lo speculatore guadagna così in base alla differenza tra i due flussi di pagamento, quello minore che versa in qualità di compratore della protezione e quello maggiore che riceve in qualità di venditore della protezione.

Il CDS nudo ha finito per rappresentare la stragrande maggioranza dei contratti in

circolazione, a conferma della natura ormai apertamente speculativa dei *credit default swaps*: chi vi investe non ha nulla da proteggere e tutto da scommettere. Se a ciò si aggiunge che i *dealers* dei contratti non sono tenuti a mantenere particolari riserve di liquidità o a rispettare i limiti dei requisiti di capitale, e se infine si nota che sul valore nozionale di uno stesso titolo possono essere stipulati più contratti, amplificando i rischi derivanti dal *default* del debitore, si ha un'idea più compiuta della pericolosità finanziaria dei CDS. E il fatto che solo da ultimo la Commissione europea, ma solo in Europa, non in USA, abbia tentato di mettere sotto controllo i CDS cosiddetti *naked*, la dice lunga tanto sulle resistenze che si incontrano, quanto sulla lentezza delle autorità di controllo.

Questa strategia di «contenimento» dei CDS, dettata dai danni prodotti da questo tipo di derivato, è forse il primo segno di respinzione da parte delle autorità di controllo. Di tutt'altro segno invece l'altra proposta, avanzata dal *Federal security service* (FSB) e mirata a standardizzarli, creando un'unica piattaforma tecnologica globale, su cui i CDS dovrebbero essere immessi. Un'innovazione di questo genere equivale infatti all'invenzione della trincea nella «grande guerra». Come le trincee non evitano, ma prolungano, la guerra, così una nuova piattaforma per i CDS non eviterebbe infatti la crisi, ma la moltiplicherebbe.

È così che quella contenuta nella proposta qui illustrata costituisce una prima valida forma di soluzione della crisi soprattutto se il modello italiano così strutturato ha la forza per costituirsi come paradigma generale.

Per completezza va aggiunto che l'introduzione della norma qui in oggetto non avrebbe impatto negativo sulla finanza pubblica.

**DISEGNO DI LEGGE**  

---

## Art. 1.

1. Il Governo è delegato ad adottare, entro dodici mesi dall'entrata in vigore della presente legge, uno o più decreti legislativi recanti disposizioni in materia di disciplina dei contratti finanziari derivati, nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

- a)* obbligo per le società dell'iscrizione dei contratti derivati nella nota integrativa;
- b)* divieto per le società dell'iscrizione «ex ante» degli effetti degli stessi contratti;
- c)* obbligo per le società dell'iscrizione solo «ex post» degli effetti degli stessi contratti.





