

Quaderni giuridici

Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria

Dai bulbi di tulipani ai mutui *sub-prime*

S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

10

luglio 2016

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo.

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Prefazione

a cura di Carlo Angelici*

Non vi è dubbio che l'importanza e la complessità dei temi che si pongono in materia di «derivati» richiedono un approccio metodologico adeguatamente articolato. E di esso è certamente un significativo esempio il lavoro di Simone Alvaro e Giovanni Siciliano.

Si tratta infatti di un'area tematica la quale, certamente non in via esclusiva, ma in termini di particolare attualità, evidenzia la confluenza di problemi sistemici e di tutela individuale, che perciò, come appunto avviene nell'opera qui presentata, richiede una considerazione complessiva e tale da dar conto della molteplicità delle questioni che si pongono sull'uno e sull'altro piano.

Per questo motivo è dedicato ampio spazio, più di quanto solitamente non avvenga, agli antecedenti storici di tali questioni. È con essi, infatti, che si apre il dibattito, evidentemente decisivo in materia, se e a quali condizioni possa riconoscersi la «meritevolezza», se si vuol dire l'utilità sociale e quella individuale, di operazioni in cui è comunque essenziale un momento «speculativo»: per tali intendendo quelle con le quali il guadagno o la perdita non conseguono al contributo che viene apportato alla produzione o distribuzione dei beni, ma alla (e solo alla) variazione del loro valore di mercato.

Ed è significativo che, come ci ricordano Alvaro e Siciliano, proprio nel momento in cui tale dibattito è stato iniziato in termini moderni e delle operazioni che ora vengono intese come «derivati» si è avviata l'analisi tecnico-giuridica, la seconda metà del diciannovesimo secolo, sia stato fondamentalmente impostato il problema ancor oggi centrale: se questa forma di «speculazione» sia tale da alterare in effetti l'andamento del mercato, oggi diremmo da pregiudicarne l'efficienza, per esempio e soprattutto in quanto ne può conseguire un eccesso della domanda e/o dell'offerta rispetto ai beni esistenti nella «realtà», oppure tale, al contrario, proprio per l'ampliamento della domanda e dell'offerta da consentire al mercato una più efficiente formazione del prezzo.

Di questa alternativa di fondo, e delle sue implicazioni politiche, in particolare per quanto concerne il conflitto fra i produttori di «beni reali» (all'epoca fondamentalmente gli agrari, preoccupati di possibili alterazioni dei loro prezzi) e gli operatori finanziari, erano ben consapevoli i contemporanei: come dimostra fra l'altro l'ampio saggio del 1898 di A.-E. SAYOUS (che significativamente si presenta come *étude économique et juridique*) e come ora risulta dalle ricostruzioni storiche di N. HISSUNG-CONVERT e D. J. DUDERSTEDT.

Pure è significativo, da un punto di vista più tecnico-giuridico, che già all'epoca si segnalasse come la prospettiva per comprendere la fenomenologia (oggi denominata) dei «derivati» fosse soprattutto quella che ora chiameremo dell'«operazione», non del singolo contratto o negozio giuridico: come a ben guardare avvertiva nel 1895 MAX WEBER quando osservava che il *Terminhandel* si specifica come una forma di *Spekulationsgeschäft* caratterizzata fondamentalmente dalla possibilità di conseguire in modo diretto risultati altrimenti raggiungibili con una combinazione di contratti.

E segnalava anche MAX WEBER l'elemento creditizio implicito nel *Terminhandel*, quindi anche nei nostri «derivati», il loro appartenere a quella che si è modernamente proposto di chiamare le *commerce des promesses*. Il che rende espliciti i fattori di rischio che ne possono derivare sia sul piano sistemico sia su quello individuale.

(*) Università La Sapienza di Roma.

Perciò nella storia del problema è costante, e costantemente considerato su entrambi i piani, il profilo del rischio: ponendosi per un verso il problema se ne possa derivare un accrescimento dei rischi sistemici, allora la ricerca dei modi in cui limitarli, e per un altro verso se non si ponga l'esigenza di circoscrivere le situazioni e condizioni in cui il singolo può con tali tecniche porre in pericolo la propria economia individuale.

Il che in termini ancora più ampi, e in definitiva ideologici, giunge a coinvolgere la stessa evoluzione dell'ordinamento nei confronti appunto dei fattori di rischio e di incertezza: la questione in definitiva dell'atteggiamento che esso deve assumere rispetto a essi, come in particolare inserirli in un sistema che alla base e a fondamento della libertà contrattuale pone la razionalità economica (una prospettiva che viene, fra l'altro, evidenziata in studi classici come quelli di BÉNABENT o KREITNER o ancora, di recente, di M. BARCELONA).

Anche perciò, come ben segnalato da Alvaro e Siciliano, i tentativi di ricondurre a razionalità, allora circoscrivendo, la fenomenologia considerata si sono essenzialmente orientati nel senso di precisare il contesto in cui ammetterne l'utilizzazione (un profilo che, mi sentirei di osservare, potrebbe ancora sottolineare la prospettiva dell'«operazione», non del contratto singolarmente considerato).

Il che è avvenuto e avviene ponendo l'accento sul contesto di mercato e/o su quello dell'economia individuale in cui l'operazione viene compiuta (secondo prospettive che, seppur a fini soltanto analitici e senza poter trascurare la loro fondamentale convergenza, potrebbero dirsi corrispondere alle due finalità di tutelare il mercato ovvero il singolo). Prospettive che entrambe si sono chiaramente presentate già alla fine del diciannovesimo secolo e che ancora caratterizzano la discussione attuale.

La prima è emersa esplicitamente quando nel sistema statunitense si è giurisprudenzialmente risolto il conflitto fra il Chicago Board of Trade e i *bucket shops* e, prevalendo il primo, si è riconosciuto un suo sostanziale monopolio come luogo per la stipulazione di *difference contracts* come *futures* e *options*; o quando nello stesso periodo i legislatori francese, tedesco e italiano si orientarono a «esentare» dalla disciplina del giuoco e scommessa i contratti «differenziali» di borsa. Ma emerge ancora oggi quando si tenta di imporre tecniche di «compensazione» e di «margini» che in definitiva inducono a inserire l'operazione in un contesto di mercato in vario modo organizzato al fine di riduzione dei rischi sistemici e individuali per i partecipanti.

La seconda si coglie fra l'altro e soprattutto nel problema che contestualmente si poneva e ancora si ripropone se l'ordinamento debba distinguere (e come) fra operazioni soltanto «speculative» ovvero di «copertura» (e il tema, in effetti, già era stato individuato nel 1853 da P.-J. PROUDHON) o non si debba tener conto di un qualche rapporto di coerenza con la situazione professionale e/o patrimoniale di chi compie l'operazione. Il che, a ben guardare, rappresenta pur esso un modo per riconoscere la razionalità dell'operazione e si è a volte tradotto, come soprattutto avvenuto nell'ordinamento tedesco, nella ricerca di requisiti tali da «abilitare» al suo compimento (e in tale ordinamento, infatti, per lungo tempo si è discusso di una *Termingeschäftsfähigkeit*).

Ma non è questa certamente la sede anche soltanto per minimamente approfondire temi così complessi e articolati. Si voleva qui soltanto segnalare l'importanza delle questioni affrontate nel lavoro di Alvaro e Siciliano e l'esigenza di comprenderle in una dimensione storica, il contributo che a tal fine tale lavoro fornisce (confermando inoltre, fra l'altro per la constatazione che i principali passaggi storici sono avvenuti sostanzialmente in contemporanea nei diversi ordinamenti, non solo quello della fine dell'ottocento, ma anche l'altro delle liberalizzazioni alla fine del novecento e all'inizio del duemila, la dimensione di «lunga durata» delle questioni medesime).

E anche certamente importante e decisivo è il problema politico che Alvaro e Siciliano pongono. Esso riguarda una questione persino più generale di quella concernente i soli «derivati» e che si presenta in termini di stretta attualità: l'interrogativo se la predisposizione di assetti istituzionali finalizzati al buon funzionamento di specifici segmenti dell'economia (e forse si potrebbe aggiungere della società) non richieda poi un qualche momento di sintesi, in grado in definitiva di impedire che sia assicurato il funzionamento del singolo segmento e il raggiungimento della specifica finalità cui ogni istituzione è preposta, ma il sistema nel suo complesso ne risulti pregiudicato.

Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria

Dai bulbi di tulipani ai mutui *sub-prime*

Simone Alvaro*, Giovanni Siciliano*

Abstract

Lo scoppio della bolla immobiliare del 2007 ha provocato una recessione simile a quella della Grande Depressione. A differenza del 1929, l'innovazione finanziaria ha avuto un ruolo importante nella crisi del 2007, come peraltro accaduto in occasione di altre crisi finanziarie legate allo scoppio di bolle speculative fra il XVII e gli inizi del XX secolo. Anche queste crisi provocarono gravissime recessioni e indussero alcuni paesi europei all'adozione dei primi provvedimenti volti a contrastare l'uso dei derivati per finalità speculative. Le riforme varate dopo la crisi del 1929 non hanno inciso in maniera specifica sull'innovazione finanziaria, mentre nel periodo post-bellico e fino a tutto il XX secolo è prevalso a livello globale un approccio regolamentare fortemente liberista, che ha contribuito alla crescita esponenziale del mercato dei derivati. Dopo il 2007 si è assistito ad una radicale inversione di tendenza che ha riflesso la consapevolezza del fatto che l'innovazione finanziaria e i derivati, pur non essendo la causa originante dei fenomeni di instabilità, possono esasperarne gli effetti sistemici, perché amplificano le crisi di fiducia e rendono il sistema più interconnesso. Questi aspetti hanno contribuito a portare all'attenzione dei regolatori internazionali la nuova prospettiva dei rischi sistemici e della vigilanza macro-prudenziale. Il lavoro evidenzia come l'implementazione della supervisione macro-prudenziale si fondi sia su strumenti attivabili intervenendo sui requisiti patrimoniali degli intermediari (ad esempio, la riserva anticiclica) sia su nuove regole in materia di derivati e prodotti complessi che investono profili di trasparenza e correttezza (obbligo di segnalazione delle operazioni in derivati alle *trade repositories* e regole di product governance) e che limitano alcuni ambiti dell'autonomia privata (*clearing* e *trading obligation* dei derivati OTC, possibilità di vietare l'uso di derivati per assumere posizioni corte, poteri di *product intervention*). Per tale motivo, come raccomandato anche dallo *European Systemic Risk Board*, la supervisione macro-prudenziale richiede una visione completa e integrata sul sistema finanziario e un meccanismo di coordinamento efficace nell'attivazione dei diversi strumenti macro-prudenziali, attraverso il coinvolgimento di tutte le Autorità di vigilanza settoriali. Il legislatore italiano ha recentemente fatto proprie tali raccomandazioni, delegando il Governo ad emanare norme per l'istituzione di un Comitato per le politiche macro-prudenziali.

(*) CONSOB, Divisione Studi.

Gli Autori ringraziano il Prof. Carlo Angelici, il Prof. Raffaele Di Raimo, il Prof. Raffaele Lener, il Dott. Salvatore Lo Giudice, il Prof. Carlo Mottura e il Prof. Francesco Vella per le osservazioni e gli utili commenti. Un ulteriore e particolare ringraziamento va al Prof. Angelici per i sempre stimolanti confronti e per la importante Prefazione al lavoro. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli Autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli Autori.

Indice

Introduzione	7
1 Le caratteristiche degli strumenti derivati e la dimensione del mercato	8
2 La regolamentazione dei derivati prima della crisi finanziaria del 2007	16
2.1 La regolamentazione dei derivati dal XIX secolo a.c. alle prime crisi finanziarie dell'età moderna	19
2.2 La nascita dei mercati organizzati e regolamentati di derivati	25
3 La regolamentazione dei derivati dopo la crisi finanziaria del 2007	28
3.1 Il ruolo dell'innovazione finanziaria e dei derivati nella crisi del 2007	28
3.2 L'innovazione finanziaria e la vigilanza macro-prudenziale	33
3.3 La regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati dopo il 2007	37
4 Conclusioni e implicazioni di <i>policy</i>	49
Bibliografia	57

Introduzione

Il lavoro analizza in una prospettiva storica le tappe dell'evoluzione della regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati, mostrando come queste siano coincise con grandi crisi finanziarie a cui hanno fatto seguito profonde recessioni economiche.

Le prime grandi crisi finanziarie della storia moderna derivano dallo scoppio di bolle speculative alimentate dall'utilizzo di derivati fra il XVII e gli inizi del XX secolo (la bolla legata ai bulbi di tulipano del 1636 in Olanda, due bolle legate all'andamento dei corsi azionari di una società francese e di una inglese nel 1720 e la bolla del mercato azionario italiano nel 1907). Queste crisi provocarono gravissime recessioni e indussero alcuni paesi europei all'adozione dei primi provvedimenti volti a contrastare l'uso dei derivati per finalità speculative.

Dopo questi episodi, nel 1929 si assistette ad un'altra grande crisi finanziaria, legata allo scoppio della bolla del mercato azionario USA, da cui derivarono enormi effetti negativi sull'economia reale. Tuttavia, i derivati non ebbero un ruolo centrale nella crisi del 1929 e le profonde riforme del sistema finanziario americano che ne sono scaturite non incisero in maniera specifica sull'innovazione finanziaria.

Nel 2007, dopo circa ottanta anni, si è registrata un'altra grande crisi finanziaria. Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare ha provocato una recessione di intensità simile a quella seguita alla crisi del 1929.

Come accadde dopo il 1929, anche la crisi del 2007 ha portato ad una profonda riforma del sistema regolamentare su scala globale.

Il lavoro evidenzia come una parte molto importante, e forse centrale, del processo di riforma abbia riguardato in maniera specifica l'innovazione finanziaria e i derivati. Le cartolarizzazioni e i derivati sul rischio di credito, infatti, hanno avuto un ruolo fondamentale nel rendere possibile l'espansione creditizia che ha caratterizzato la bolla immobiliare scoppiata nel 2007. Inoltre, hanno dilatato gli effetti sistemici dello scoppio della bolla immobiliare, amplificando le crisi di fiducia e rendendo il sistema più interconnesso.

Questi aspetti hanno avuto un ruolo importante nel portare all'attenzione dei regolatori internazionali la nuova prospettiva della vigilanza macro-prudenziale finalizzata a prevenire e mitigare i rischi sistemici.

Il lavoro evidenzia come il nuovo approccio alla regolamentazione macro-prudenziale faccia leva tanto sull'adattamento di tipiche regole micro-prudenziali sui requisiti patrimoniali delle banche verso obiettivi finalizzati a mitigare rischi sistemici, quanto sull'utilizzo, sempre in chiave macro-prudenziale, di nuove regole di trasparenza e correttezza e di limitazione di alcuni ambiti dell'autonomia privata che incidono prevalentemente sul settore dei derivati e dell'innovazione finanziaria.

Vengono, infine, discusse le implicazioni di *policy* dell'analisi svolta in tema di assetti istituzionali della vigilanza macro-prudenziale a livello domestico.

Il lavoro è organizzato come segue. Il Capitolo 1 illustra brevemente le caratteristiche dei derivati e i dati sulla dimensione del mercato. Il Capitolo 2 ripercorre la storia della regolamentazione dei derivati associandola alle principali crisi finanziarie che si sono registrate prima del 2007. Il Capitolo 3 discute il radicale cambio di impostazione nella regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati che si afferma dopo la crisi del 2007 e il nuovo approccio della supervisione macro-prudenziale. Il Capitolo 4 sintetizza i principali temi analizzati e ne illustra le implicazioni di *policy* in tema di assetti della vigilanza macro-prudenziale a livello domestico.

1 Le caratteristiche degli strumenti derivati e la dimensione del mercato

Il mercato dei derivati è il più grande mercato mondiale di strumenti finanziari. In base agli ultimi dati disponibili sull'attività economica a livello globale relativi al 2014, il valore nozionale dei contratti derivati era pari a circa nove volte il PIL mondiale¹.

In base ai dati più recenti pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e riferiti a metà 2015, il valore nozionale dei derivati OTC in essere su tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci era pari a circa 552 mila miliardi di dollari americani (USD), di cui circa l'80% rappresentato da derivati legati all'andamento dei tassi d'interesse. Il valore nozionale dei derivati negoziati su mercati regolamentati (62 mila miliardi di USD) era pari a circa un decimo di quello dei derivati OTC e anche in questo caso oltre il 90% era rappresentato da derivati su tassi d'interesse.

I derivati sono strumenti finanziari il cui valore dipende, in base a formule più o meno complesse, dall'andamento del valore di altri strumenti finanziari o di altre "entità economiche" quali tassi di cambio, tassi d'interesse, materie prime, indici di strumenti finanziari, etc.. I derivati sono contratti aleatori per effetto dei quali la prestazione di una, o di entrambe le parti, è determinata in relazione alla dinamica futura di una specifica variabile finanziaria (o di un complesso di variabili), il cui andamento è, per definizione, non controllabile dalle parti stesse del contratto². Il valore dell'entità economica sottostante al quale le parti collegano il derivato è detto

1 Il dato sul PIL mondiale è stimato dalla CIA (World Factbook 2015) mentre la stima dei derivati esistenti a livello mondiale viene elaborata ogni sei mesi dalla Banca dei Regolamenti Internazionali - BRI (Bank for International Settlements - BIS) che si avvale dei dati forniti dai paesi delle 13 economie più sviluppate al mondo (banche centrali e altre autorità quali: Reserve Bank of Australia, Netherlands Bank, National Bank of Belgium, Bank of Spain, Bank of Canada, Sveriges Riksbank, Bank of France, Statistics Sweden, Deutsche Bundesbank, Swiss National Bank, Bank of Italy, Bank of England, Bank of Japan, Board of Governors of the Federal Reserve System).

2 Per questa ragione i contratti derivati risultano essere una specie del più ampio genere dei contratti aleatori, per tali intendendosi - secondo l'accezione comune del termine - i contratti che si sostanziano nello "scambio tra una prestazione certa e una prestazione per sua natura incerta, determinabile successivamente al verificarsi di un evento futuro" (GABRIELLI, voce *Alea*, in Enc. Giur. Treccani, I, 2, Roma, 2000, p. 2).

"capitale nozionale" e rappresenta il valore di riferimento per il calcolo degli eventuali flussi di pagamento dovuti durante la vigenza del contratto derivato³.

In linea generale, è possibile affermare che la funzione economica e finanziaria di un derivato (la c.d. funzione dell'operazione) è quella di 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 in cui si sarebbero trovati in assenza della stipulazione di un derivato o del suo successivo acquisto⁴. Non si tratta quindi di un contratto di scambio quanto piuttosto di un contratto con effetto di organizzazione e funzione di gestione di un rischio finanziario (rischio di mercato, rischio di controparte e rischio emittente) tramite la predisposizione di regole per la disciplina di ordini di fatti futuri e incerti le quali, in ragione dei caratteri dei fatti, volta per volta verificatisi, determinano la nascita di una obbligazione a carico di una soltanto delle parti nei confronti dell'altra. Il meccanismo previsionale insito nel contratto lo rende indifferentemente idoneo al perseguimento di due principali funzioni: la funzione protettiva e la funzione speculativa⁵.

Sebbene una descrizione analitica e dettagliata dei meccanismi di funzionamento di tali contratti è al di fuori degli obiettivi del presente lavoro e comunque irrilevante allo scopo dello studio (ed in ogni caso facilmente rintracciabile nei più diffusi manuali di economia finanziaria), è opportuno ricordare brevemente le caratteristiche di base dei principali contratti derivati finanziari al fine di rendere più snella la trattazione dei temi oggetto del lavoro.

La gran parte dei derivati finanziari tradizionali può essere ricondotta a tre tipologie contrattuali: *future*, opzioni, *swap*.

Il *future* è un contratto a termine standardizzato (e con effetti traslativi), negoziato in mercati regolamentati, in cui le parti differiscono il trasferimento di un determinato quantitativo di beni (c.d. sottostante) alla scadenza di un dato termine ma ad un prezzo prefissato. L'esecuzione del contratto può consistere nell'effettiva consegna del sottostante dietro pagamento del prezzo di compravendita (consegna fisica o *physical delivery*), ovvero nel pagamento del c.d. differenziale monetario⁶. In

3 Sugli aspetti economico-finanziari dei derivati la dottrina è vastissima; per questo ci si limita qui ad alcuni cenni bibliografici senza alcuna pretesa di esaustività: HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Torino, 2007; R. Cesari, *Introduzione alla finanza matematica. Derivati, prezzi e coperture*, Milano, 2009; BARONE, *Derivati e risk management, in Economia del mercato mobiliare*, II, Roma, 2004; SAVONA, *Finanza dei derivati*, in *Enciclopedia del Novecento*, Treccani, III supplemento, 2004; BAXTER, RENNIE, *Financial calculus. An introduction to derivative pricing*, Cambridge, 1996; BICKSLER, *Handbook of Financial Economics*, Amsterdam, 1979; CASTELLANI, DE FELICE, MORICONI, *Manuale di finanza. III. Modelli stocastici e contratti derivati*, Bologna, 2006; RUBINSTEIN, *Derivati*, Milano, 2005.

4 GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, p. 16 e 17.

5 GIRINO, *op.loc.cit.* nonché SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, II, 2013. Sul tema si vedano anche le comunicazioni Consob nn. DI/98065074 del 6 agosto 1998, DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e DEM 1026875 del 11 aprile 2001.

6 Per una trattazione delle caratteristiche giuridiche dei contratti *future* si rinvia a: GIRINO, VECCHIO, *Futures, swap, options e commercial papers*, Milano, 1988, p. 104 e ss.; FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992, p. 692; VALLE, *Il contratto future*, in Trattato diretto da F. Galgano, *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, 4, 1997, 393 e ss.; GUCCIONE, *L'organizzazione dei mercati a termine come carattere tipico dei contratti futures e sistema di regole di comportamento degli intermediari*, in *Giur.*

questo contratto, quindi, il rendimento è collegato in maniera lineare alla variazione di prezzo del sottostante, ossia tra variazioni di prezzo e variazioni di rendimento esiste una proporzionalità diretta.

L'opzione è invece il contratto con cui una parte si impegna a concedere all'altra parte il diritto di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*) un certo quantitativo di beni (merci, titoli, valute, tassi di interesse o di cambio, ecc.) ad un prezzo prefissato (detto 'premio') e ad una data predeterminata (opzione europea) ovvero entro tale data (opzione americana). Con il contratto di opzione, quindi, una parte acquista il diritto potestativo di concludere un ulteriore contratto di compravendita con la semplice manifestazione della propria volontà, mentre l'altra parte rimane vincolata alla propria dichiarazione negoziale resa a mezzo dell'opzione; dichiarazione che vale come proposta irrevocabile⁷. A differenza del contratto *future*, il valore dell'opzione è collegato a quello del sottostante da una relazione di tipo non-lineare.

Lo *swap* è il contratto con cui due parti, prendendo come riferimento iniziale un valore monetario e applicando ad esso due diversi parametri (ad esempio, tassi di interesse o di cambio diversi tra loro), si impegnano a corrispondersi tra loro nel tempo (ad una o più date prestabilite) una somma di danaro pari al differenziale del valore monetario raggiunto utilizzando i menzionati parametri; nella prassi, alla scadenza concordata viene solitamente effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di un'operazione di compensazione legale⁸.

comm., 1998, p. 892; DEL SOLE, *Future*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX - Banca borsa tit.cred., Torino, 2004, p. 451; BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005.

7 Per una trattazione delle caratteristiche giuridiche dei contratti di opzione si rinvia a: GIRINO (a cura di), *Copertura del rischio di cambio: le currency option*, in *Amm e fin.*, 1989, p. 1272; AGOSTINELLI, *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca borsa tit.cred.*, 1992, I, p. 735; CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, 1993, p. 125; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1269; PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.

8 Per una trattazione delle caratteristiche giuridiche dei contratti di *swap* si rinvia, per tutti, a: CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45 ss.; IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Foro Padano*, 1987, 2, 121; WATKINS, *Legal issues and documentation*, in *Swap Financing Techniques*, a cura di Antl, London, 1987, 99-114; RADICATI DI BRONZOLO, *Il contratto "modello" di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, p. 539; INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 597 ss.; M. MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990; AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 2, 433; AGOSTINELLI, *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca borsa tit.cred.*, 1992, I, 262; GIULIANI, *I 'titoli sintetici' tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, DPT, 1992, I, p. 884; CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, 309 ss.; MALANDRUCCO, *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1992, 471; CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate e currency swap*, in *Dir. Commercio internaz.*, 1992, p. 69; ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, 1, 602 ss.; HOGARTH, *Are swaps gambling contracts?*, in *Journal of International Business and Law*, 1993, n. 8, 331-335; INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, 1995, p. 2441 e ss.; AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca borsa tit.cred.*, 1997, I, 112; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999; PAGNONI, *Contratti di swap*, in Trattato dei contratti (diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli), Tomo secondo, *I contratti del mercato finanziario* (a cura di E. Gabrielli e R. Lener), Torino, 2004, p. 1077 e ss.; DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2004, 3, 391; CARROZZI, *Swap*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX - Banca borsa e titoli di credito, Torino, 2004, p. 770; IRRERA, voce *Swap*, in *Digesto disc.priv. (sez. comm.)*, Milano, 2006, p. 231 e ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2007, 2, 134; RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 39; PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati e il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*,

Uno dei contratti di swap più diffusi è l'*interest rate swap* (IRS), in cui le parti, prendendo a riferimento un dato importo nozionale, si impegnano reciprocamente a corrispondersi una somma di danaro pari al differenziale del diverso valore di tale importo calcolato in base a diversi tassi d'interesse presi a riferimento (ad esempio, tasso fisso e tasso variabile). Normalmente, i contratti di *swap* sono strutturati in modo che tale differenziale alla data di stipula del contratto siano pari a zero e che, quindi, il valore iniziale del contratto sia nullo (cosiddetto contratto *par*)⁹. Qualora, invece, il contratto sia tale da generare sin dall'inizio un differenziale di valore – determinato, questo, in ragione dell'applicazione al nozionale dei tassi rispettivamente scelti dalle parti – , la parte la cui posizione esprima un valore inferiore sarebbe tenuta a corrispondere all'altra un "premio iniziale" (cosiddetto *upfront*) al fine di ristabilire la sostanziale equivalenza tra i valori reciproci.

Gli IRS – cui sono assimilabili i cosiddetti *asset swap*¹⁰ – sono strumenti di gestione del rischio di tasso d'interesse¹¹.

Il *currency swap* (swap in valuta), invece, è uno strumento di gestione del rischio di cambio. Con esso le parti si impegnano a scambiarsi tra loro prestazioni pecuniarie (capitale e interessi) espresse in due diverse valute. Il *currency swap* prevede normalmente che i pagamenti siano legati ad un tasso variabile e che i

2010, p. 499; *I contratti swap*, in Gitti – Maugeri – Notari, *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 199; MAFFEIS, *La causa del contratto di swap e i costi impliciti*, in *Riv. Dir. Bancario.it*, 3, 2013; DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass.dir.civ.*, 2014, p. 308; GALLONE, *I contratti derivati: "known knowns vs. unknow unknowns"*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, p. 603 e ss.. Sulla storia e sulla regolamentazione degli Swap negli Stati Uniti si veda: GIBSON, *Are Swap Agreements Securities or Futures? The Inadequacies of Applying the Traditional Regulatory Approach to OTC Derivatives Transactions*, 24 J. Corp. L. 379, 1999.

- 9 Queste considerazioni trascurano per semplicità alcuni aspetti tecnici e operativi, quali l'esistenza di un differenziale bid-ask nelle quotazioni sugli IRS e il diverso merito di credito delle controparti.
- 10 La determinazione dei flussi di cassa scambiati presuppone quindi l'individuazione di un'obbligazione che, di norma, è a tasso variabile; attraverso l'*asset swap*, chi detiene l'obbligazione può scambiare il tasso variabile ad essa collegato con un tasso fisso. L'obbligazione sottostante può anche essere a tasso fisso e, in questo caso, il contratto consente di scambiare il tasso fisso con un tasso variabile e viene denominato *reverse asset swap*. Tuttavia questa distinzione terminologica non sempre è adottata nella pratica, dove viene indifferentemente usata la dizione *asset swap*. Anche gli *asset swap* sono generalmente costruiti in modo tale che il valore del contratto alla data di inizio dello stesso sia pari a zero. Qualora ciò non si verifichi, per riportare il valore a zero, nella prassi, si opera in due diversi modi: o inserendo uno spread sul tasso che definisce i flussi di pagamenti periodici corrisposti in cambio di quelli derivanti dall'obbligazione (c.d. *asset swap spread*) ovvero prevedendo un contributo iniziale una tantum (denominato *par adjustment*)
- 11 Vi sono ancora gli *equity swap*, in cui i dividendi e guadagni in conto capitale su un indice azionario vengono scambiati contro un tasso fisso o variabile; gli *zero-coupon swap*, in cui un pagamento in un'unica soluzione viene scambiato con un flusso di pagamenti periodici; i *domestic currency swap*, in cui due controparti compravendono due contratti forward su due nozionali di riferimento espressi in valute differenti, definendo così un tasso di cambio iniziale. Alla scadenza si impegnano a scambiare esclusivamente le differenze che si saranno verificate tra il tasso di cambio osservato a tale data e quello definito all'inizio del contratto; i *forward swap* o *deferred swap*, in cui viene inserito un significativo intervallo di tempo tra la data di stipula dello swap e la data effettiva di inizio maturazione degli interessi delle gambe dello swap; i *basis swap*, in cui i due flussi di pagamento scambiati sono entrambi a tasso variabile; i *differential swap*, in cui un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta nazionale viene scambiato con un flusso di pagamento a tasso variabile denominato in valuta estera ed entrambi i flussi sono calcolati sullo stesso nozionale denominato in valuta nazionale.

capitali nozionali vengano scambiati una prima volta all'inizio del contratto per poi essere ri-trasferiti alla data di scadenza dello *swap*¹².

Il *credit default swap* (CDS), infine, è un contratto in base al quale una parte (il "compratore di protezione" o *protection buyer*), a fronte di pagamenti costanti e periodici in favore dell'altra ("venditore di protezione" o *protection seller*), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante (generalmente denominato *reference asset*) che può essere rappresentato sia da una specifica emissione di titoli o da un emittente (società o Stato sovrano) sia da un portafoglio di strumenti finanziari.

I CDS sono strumenti di gestione del rischio di credito nel senso che con essi ci si intende garantire dal rischio che una parte non adempia la propria prestazione a causa del verificarsi di un evento, tipicamente ma non esclusivamente un *default*. I rischi coperti dai CDS sono infatti rappresentati da diverse tipologie di *credit event* specificate nel contratto (*default, downgrading, etc.*), al cui verificarsi nasce il diritto per la parte protetta dal contratto di essere indennizzata dalla perdita conseguente al verificarsi del *credit event*¹³. In questo senso, per ragioni eminentemente strutturali i CDS sono talvolta assimilati a contratti di natura assicurativa.

Il valore nozionale dei CDS, che pure sono contratti negoziati *over-the-counter*, è di gran lunga inferiore a quello dei derivati su tassi di interesse, tassi di cambio azioni e merci e ha subito una rilevante flessione a partire dal 2009. Sebbene esistano diverse fonti statistiche, il valore nozionale dei CDS in essere a giugno 2015 era stimabile attorno ai 15 mila miliardi di USD, ossia il 3% circa di tutti i derivati OTC e il 24% circa di quelli negoziati nei mercati regolamentati su tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci¹⁴.

Sempre da un punto di vista classificatorio i contratti derivati sono generalmente divisi in due grandi categorie: a) i derivati *plain vanilla*, ossia i contratti derivati caratterizzati da una struttura semplice (quali quelle sopra illustrate); b) i *derivati esotici*, ossia i contratti in cui il collegamento fra l'andamento del sottostante e il valore del derivato dipende da meccanismi e formule più complesse.

12 Così, per esempio, si acquista una somma di euro a pronti contro dollari al cambio corrente (spot) e si definisce immediatamente la rivendita, a una data futura, della stessa somma di euro contro acquisto di dollari, al cambio in essere a quella data, definito tramite i tassi d'interesse.

13 Tali flussi, concretamente, possono avvenire secondo due modalità operative: il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore nominale (ovvero quello contrattualmente definito) dello strumento finanziario oggetto del CDS, al netto del valore residuo di mercato dello stesso (c.d. *recovery value* o valore di recupero), e il *protection buyer* cessa il versamento dei pagamenti periodici (*cash settlement*); il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore nominale (ovvero quello contrattualmente definito) dello strumento finanziario oggetto del CDS e il *protection buyer*, oltre a cessare il versamento dei pagamenti periodici, consegna il *reference asset* (*physical delivery*). Nella prassi, il *protection buyer* ha la facoltà di scegliere il *reference asset* da consegnare tra un paniere di attività individuate nell'ambito del contratto e, in tal caso, sfrutterà questa facoltà scegliendo quello per lui più conveniente (c.d. *cheapest-to-delivery*).

14 Circa la metà dei CDS ha ad oggetto rischi legati a credit event su emittenti non finanziari, il 28% circa ha ad oggetto rischi su emittenti sovrani e il 20% rischi relativi ad emittenti finanziari. Il mercato è ripartito in maniera pressoché in parti uguali fra contratti relativi a singoli emittenti e contratti che hanno come sottostante un portafoglio (indici) di emittenti.

Infine, è possibile distinguere fra derivati trattati su mercati regolamentati, cosiddetti derivati *exchange traded*, e derivati negoziati al di fuori di mercati regolamentati, cosiddetti derivati *over-the-counter (OTC)*.

I contratti derivati *exchange traded* sono contratti standardizzati, uniformi e incorporati in strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, che normalmente prevedono la presenza di una controparte centrale (*clearing house*) che si interpone tra acquirente e venditore per assicurare il buon fine delle operazioni. La sua presenza riduce il rischio di controparte, ossia il rischio dell'inadempimento di uno dei due contraenti, tramite la gestione di un sistema di margini di garanzia.

I derivati OTC sono invece contratti non necessariamente standardizzati e sono conclusi senza intermediazione al di fuori di mercati regolamentati, per cui le parti sono libere di strutturare le correlative operazioni secondo le proprie esigenze. Ciononostante, in virtù dell'opera di standardizzazione compiuta negli anni dall'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, molti derivati OTC sono connotati da un elevato grado di uniformità. In ogni caso ciò che inevitabilmente differenzia i derivati OTC da quelli trattati su mercati regolamentati è il fatto che mentre questi ultimi sono il risultato della frammentazione di una unica operazione economica, ciascun derivato OTC rappresenta una singola operazione non frazionata né frazionabile. Inoltre, non essendoci in linea generale una controparte centrale, i derivati OTC implicano normalmente un rischio di controparte più elevato rispetto a quelli trattati su mercati regolamentati; peraltro, al pari di quanto può avvenire in relazione a qualsiasi altro contratto, i contraenti possono mitigare il rischio scambiandosi adeguate garanzie.

I derivati OTC non sono necessariamente meno liquidi di quelli *exchange traded*, anche perché il mercato OTC è un mercato "all'ingrosso" dove operano grandi intermediari e investitori istituzionali, mentre le operazioni in derivati sui mercati regolamentati sono normalmente di importi medi più limitati. Ad esempio, come si vedrà di seguito, il mercato degli IRS, pur essendo prevalentemente OTC, è uno dei mercati di strumenti finanziari più grande e liquido al mondo. Questo consente al detentore di un contratto IRS di "chiudere" facilmente la propria posizione stipulando un contratto di segno opposto. E' anche possibile, sebbene più complessa e infrequente, l'operazione di sostituzione di un nuovo soggetto ad uno dei due contraenti (cosiddetta novazione soggettiva).

Nella prassi accade spesso che con l'acquisto di un derivato un soggetto intenda annullare un preesistente rischio economico connesso, ad esempio, alla propria attività imprenditoriale (il rischio di cambio, il rischio di inflazione, il rischio di interesse, ecc.). In questi casi il contratto viene utilizzato per una funzione protettiva o di copertura.

Anche se il derivato non viene utilizzato per tale funzione accade altrettanto frequentemente che le parti si coprano dal rischio di mercato connesso al derivato stipulando prima della relativa scadenza contratti "di segno opposto".

In entrambi i casi menzionati (derivati di copertura e derivati chiusi prima della scadenza con derivati di segno opposto) il derivato viene sostanzialmente usato

come uno strumento di annullamento del rischio di mercato¹⁵. Ad esempio, se una banca ha una passività a tasso variabile e vuole coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi a breve (rischio di mercato), può stipulare un IRS in virtù del quale pagherà o riceverà il differenziale tra tasso fisso e tasso variabile. Ovviamente, nel coprire il rischio di mercato, la banca si espone al rischio generico (tipico di ogni contratto) c.d. di controparte. Analogamente, un investitore che compra un CDS su un BTP, acquista una forma di garanzia onerosa in relazione all'esposizione verso il rischio emittente della Repubblica Italiana ma al contempo assume una esposizione verso il rischio di insolvenza della controparte del contratto con funzione "di garanzia".

Sempre fermandosi a considerare queste due ipotesi, si può anche affermare che in qualsiasi momento preso a riferimento sul mercato, a fronte di una molteplicità di operatori "pareggiati" (rispetto ad una posizione economica preesistente o con un contratto derivato di segno opposto), solo pochi detengono posizioni in derivati "non pareggiate".

Ciò comporta però anche che, se per una parte "pareggiata" il rischio inerente al diverso valore che possono assumere nel corso tempo le contrapposte prestazioni di un contratto derivato OTC viene sostanzialmente annullato (in virtù di una posizione economica di segno opposto preesistente al contratto o acquistata successivamente allo stesso con altro derivato), resta in vita e, in termini relativi, assume allora maggiore rilevanza, il rischio di inadempienza contrattuale della controparte (c.d. rischio di controparte) tipico di qualsiasi contratto con effetti obbligatori a esecuzione differita. Rischio che diviene maggiormente significativo in relazione a rapporti complessi che implicano la nascita di nuove posizioni, rispettivamente debitorie o creditorie simmetricamente rispetto a posizioni preesistenti¹⁶.

Ecco allora perché il valore del contratto dipende spesso in maniera significativa dal rischio di controparte; ciò in quanto, sebbene esso possa avere per una parte un valore di mercato positivo, ciononostante sulla stessa incombe il rischio di insolvenza della controparte. Per mitigare il rischio di controparte è prassi degli intermediari scambiarsi garanzie (che vengono eventualmente integrate al crescere del valore di mercato del contratto) ovvero che il differente rischio di insolvenza delle parti venga predeterminato e valutato al momento stesso della conclusione del contratto. Nei contratti di IRS, ad esempio, è normalmente prevista una maggiorazione dei flussi di pagamento (cosiddetto *spread*) a carico della controparte con un rischio di credito più elevato là dove non vi sia un adeguato livello di collateralizzazione.

Occorre anche tenere conto del fatto che i derivati vengono spesso utilizzati come alternativa all'investimento diretto nel sottostante (azioni, obbligazioni, indici, materie prime, ecc.). Ad esempio, l'acquisto di un *future* sull'indice FTSE Mib crea una

15 Sul tema della organizzazione/gestione del rischio si veda MOTTURA, Derivati e finanza pubblica: situazione e prospettive, in Nicolai M. (a cura di), Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità, Fondazione Rosselli, Milano, 2012, p. 649 e ss.

16 Non si ha un variazione di rischio di controparte quando tale novazione non esista, ad esempio, per quei contratti di IRS utilizzati per ristrutturare mutui in sofferenza in cui le parti del contratto restano le medesime. Sul tema si veda: BCE, *Credit default Swaps and Counterparty Risk*, agosto 2009.

posizione equivalente a quella dell'investimento in titoli dell'indice. La differenza è rappresentata dal fatto che il *future* è una posizione cosiddetta "a leva", cioè che non richiede un investimento iniziale di risorse finanziarie (se non per i margini di garanzia); il *future* è replicabile, infatti, attraverso un contratto di finanziamento e l'investimento della somma finanziata nei titoli dell'indice.

In questo senso, la finalità di utilizzo dei derivati può essere quella di assumere una posizione sul sottostante per un valore superiore alle risorse finanziarie disponibili, replicando una posizione che equivale all'assunzione di una posizione a leva.

Inoltre, i derivati possono essere utilizzati per assumere più facilmente posizioni corte, che altrimenti sarebbe tecnicamente più complesso realizzare. Ad esempio, la vendita del *future* su un titolo azionario può essere uno strumento molto più semplice per assumere una posizione corta rispetto al prestito titoli e alla vendita allo scoperto.

Infine, i derivati possono consentire di assumere un'esposizione per un valore superiore a quello che è possibile assumere operando direttamente sul mercato "a pronti" del sottostante. Ad esempio, in un certo istante temporale il valore nozionale dei contratti *future* sul FTSE Mib potrebbe risultare superiore al valore dei titoli che compongono l'indice, oppure è possibile che il valore nozionale dei contratti CDS su un certo emittente superi il valore delle obbligazioni e delle passività emesse dallo stesso emittente.

In sintesi, soltanto l'individuazione della funzione assolta dallo specifico contratto derivato, nello specifico contesto nel quale viene collocato¹⁷, consente di valutarne il valore effettivo per le parti e consente per ciò stesso di valutare altresì l'operato dell'intermediario ove esso sia oggetto di giudizio. Questo, restando ferma, da un lato, la loro più generale qualificazione di contratti aventi ad oggetto la gestione del rischio e, dall'altro lato, l'impossibilità di stabilire a priori e in via generale quali siano le implicazioni e gli effetti dei derivati sul piano macro-economico e dei rischi sistemici.

In generale, tali effetti possono essere sia positivi che negativi. Ad esempio, quando per entrambe le controparti il derivato ha finalità prettamente speculative e non di copertura di un rischio preesistente¹⁸, la possibilità di creare contratti senza

17 Non c'è dubbio che la modalità con cui spesso vengono utilizzati i derivati possano fare tornare alla mente la teoria della causa esterna al contratto su cui si rinvia, per tutti, a GIORGIANNI, voce *Causa*, in *Enc. Giur. Dir.*, VI, Milano, 1960.

18 Evidentemente per desumere la finalità per la quale vengono stipulati i singoli contratti derivati assume rilevanza la causa concreta (o scopo pratico) del contratto più che la causa intesa come funzione economico-sociale del tipo contrattuale di riferimento. Sul punto, per tutti, si vedano: DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima più di prima*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2013, I, p. 44 e ss.; MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, p. 617-618; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 853. Sulla teoria della funzione concreta del contratto quale funzione economico-individuale del contratto che riconduce la funzione economico-sociale alla concretezza del singolo contratto e alla funzione realmente perseguita dalle parti nella fattispecie contrattuale concreta, si vedano: FERRI, *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, 1965; BIANCA, *Diritto civile*, vol. 3, *Il Contratto*, Milano, 1987, p. 425; GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2006, p. 808; ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008; ROPPO, *Il contratto*, II ed., Milano, 2011, p. 343; CHINE', FRATINI, ZOPPINI, *Manuale di diritto civile*, IV ediz., 2013, p. 1197; BARCELLONA, *Della causa*, Padova, 2015.

alcun limite quantitativo e di contenuto può accrescere il rischio sistemico. Se, invece, per una delle due controparti il derivato ha finalità di copertura, i derivati realizzano una riallocazione dei rischi nel sistema finanziario, senza necessariamente amplificare il rischio sistemico complessivo. Infine, se per entrambe le controparti il derivato ha finalità di copertura, i derivati possono mitigare il rischio sistemico.

Nel resto del lavoro verranno, tuttavia, meglio analizzati e qualificati gli effetti negativi dei derivati, mostrando come questi siano da collegare principalmente alla possibilità che i derivati amplifichino le bolle speculative (sebbene non ne siano la causa ultima) e che esasperino le conseguenze reali delle crisi finanziarie conseguenti allo scoppio di tali bolle.

2 La regolamentazione dei derivati prima della crisi finanziaria del 2007

Gli studiosi ritengono che la storia dei derivati sia antica quanto quella degli scambi commerciali¹⁹.

Le prime tracce documentali indicano che la nascita dei derivati affonda le radici quantomeno nella storia millenaria delle prime civiltà che si affacciavano sul Mediterraneo.

Un'ampia letteratura argomenta, infatti, che l'uomo abbia sempre avvertito l'esigenza di ridurre o annullare parte dei rischi imprenditoriali tramite appositi contratti (o clausole contrattuali) volti a gestire tale rischio trasferendolo agli agenti meglio in grado sopportarlo o gestirlo²⁰. Tali pattuizioni sono riconducibili ad "archetipi elementari" di contratti derivati, ossia i contratti a termine e le opzioni²¹.

Tuttavia, è solo a partire dal XVII secolo, in Olanda e in Italia, che incominciano a diffondersi le negoziazioni di contratti a termine, e di altre tipologie di contratti assimilabili alle opzioni, su azioni e altri strumenti finanziari, mentre per mi-

19 Sulla storia dei derivati: DE LA VEGA, *Confusion de Confusiones*, Amsterdam, 1688 (versione in inglese pubblicata da Baker Library, Boston, Harvard Graduate School of Business, 1957); COFFINIÈRE, *Die Stockbourse und der Handel mit Staatspapieren*, Berlino, 1824; PROUDHON, *Manuel du Spéculateur à la Bourse*, V ed., Parigi, 1857; EHRENBURG, *Capital and Finance in the Age of the Renaissance*, 1928 (trad. in inglese dal tedesco di Lucas, New York, 1963); SWAN, *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International, 2000; GOETZMANN, ROUWENHORST (eds), *The Origin of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press, 2005; POITRAS (ed.), *Pioneers of Financial Economics*, Voll. 1 e 2, Cheltenham, UK, Edward Elgar, 2006-2007; WEBER, *A Short History of Derivative Security Markets*, University of Western Australia, Discussion Paper n. 08.10, 2008; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010; CHANCE, *A Brief History of Derivatives*, in *Essay in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*, II ed., USA, 2011; KUMMER, PAULETTO, *The History of Derivatives: A Few Milestones*, EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurigo, 2012; PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Diritto bancario*, 2012; ERZEGOVESI, *Il mercato degli strumenti finanziari derivati. Un'introduzione*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Collana Iura, Pisa, 2010, p. 19; GORIA, *Alle radici dei "contratti differenziali": l'evoluzione degli strumenti giuridici in ambito finanziario a partire dal caso francese (Secc. XVII-XIX)*, in *Il Nuovo Diritto*, 2015, pp. 14-52.

20 Rischio che, ad esempio, una volta per i mercanti, fabbricanti e agricoltori, dipendeva dal fatto che la produzione e la distribuzione dei beni richiedeva un certo tempo nel corso del quale i prezzi potevano essere soggetti a variazioni. Sul punto si veda: WEBER, *A Short History of Derivative Security Markets*, University of Western Australia, Discussion Paper n. 08.10, 2008, p. 39.

21 SWAN, *op.cit.*, p. 29.

gliaia di anni precedenti i derivati hanno avuto ad oggetto esclusivamente merci e *commodities*. È solo poi da circa mezzo secolo che sono nati veri e propri mercati organizzati e regolamentati di derivati aventi ad oggetto strumenti e indici finanziari.

La discussione che segue è utile per capire come la crisi finanziaria del 2007 non sia altro che, e forse non molto diversa da, una delle diverse crisi sistemiche che hanno avuti ampi effetti sull'economia reale di cui si ha notizia almeno a partire dall'inizio del XVII secolo.

La crisi del 2007 – benché abbia le sue ragioni più profonde in una eccessiva espansione monetaria e creditizia – è una crisi particolarmente legata e amplificata dal fenomeno della crescita esponenziale del mercato dei derivati²².

Kindleberger, nella sua celebre ricostruzione storica delle bolle e delle crisi finanziarie (aggiornata fino al 2005)²³, argomenta che le bolle (sui mercati finanziari o di attività reali, quali merci e immobili) sono sempre causate da un'eccessiva espansione creditizia in fasi positive del ciclo economico, che alimentano euforia e comportamenti imitativi o irrazionali in senso "classico" ("manie" nella terminologia di Kindleberger). La tesi di Kindleberger è evidentemente estendibile alla crisi del 2007: la bolla immobiliare – favorita da una forte espansione creditizia – è all'origine della crisi del mercato dei mutui *sub-prime* e dei conseguenti *default* di Lehman Brothers e Bear Stearns, ma il fenomeno, come si illustrerà in dettaglio nel par. 3.1, è stato sicuramente amplificato dall'utilizzo dei derivati e delle cartolarizzazioni.

E' curioso notare come Kindleberger faccia raramente riferimento all'innovazione finanziaria e all'uso dei derivati nel descrivere la storia delle bolle e delle crisi finanziarie²⁴. Tuttavia, come sarà illustrato di seguito, analizzando la storia antecedente al primo Conflitto Mondiale si rinvergono alcuni importanti casi di crisi che hanno avuto una portata e conseguenze sull'economia reale paragonabili a quella del 2007 e che pure, come quella del 2007, sono state amplificate dall'uso dei derivati.

Si tratta di tre episodi di bolle finanziarie e relative crisi che lo stesso Kindleberger annovera fra le tre maggiori nel periodo antecedente alle Guerre Mondiali: la bolla legata ai bulbi di tulipano del 1636 in Olanda e le due bolle legate all'andamento dei corsi azionari di una società francese e di una inglese entrambe nel 1720 (le cosiddette *South Sea bubble* e *Mississippi bubble*).

Nella classifica di Kindleberger, per assistere ad un'altra grande bolla e crisi finanziaria, bisogna aspettare circa due secoli con la bolla azionaria del 1927 e il crollo del 1929 negli Stati Uniti, sebbene, come si illustrerà di seguito, anche la crisi finanziaria italiana del 1907 abbia avuto una grande rilevanza sistemica paragonabile a quella delle altre grandi crisi finanziarie del periodo pre-bellico (come peraltro ammesso dallo stesso Kindleberger).

22 Cfr. BANK OF ENGLAND – EUROPEAN CENTRAL BANK, *The case for a better functioning securitization market in the European Union, A Discussion Paper*, maggio 2014, e più diffusamente il successivo par. 3.1.

23 KINDLEBERGER, ALIBER, *Manias, Panics, and Crashes*, New Jersey, 2005.

24 Lo fa, tuttavia, in maniera molto chiara ed esplicita con riferimento alla crisi del fondo LTCM nel 1998.

Successivamente, e fino alla fine del XX secolo Kindleberger individua altre cinque grandi bolle (molte legate al mercato immobiliare o alla crescita degli investimenti in paesi emergenti), ma nessuna di queste appare particolarmente legata all'innovazione finanziaria e all'uso dei derivati come è stata poi quella del 2007.

Se, dunque, si allarga sufficientemente l'orizzonte temporale di analisi è possibile identificare alcune grandi crisi finanziarie che sembrano avere almeno due analogie con la crisi del 2007: un intenso ricorso ai derivati per alimentare l'attività speculativa e un forte impatto sull'economia reale.

In realtà, dall'esperienza storica sembrerebbe emergere che proprio le bolle finanziarie maggiormente connesse con l'uso dei derivati sono state quelle che hanno innescato crisi con il maggiore impatto sistemico e con il più profondo effetto negativo dell'economia reale. Infatti, sebbene ci siano state diverse bolle immobiliari prima di quella del 2007²⁵, si potrebbe argomentare che l'impatto sull'economia reale di quest'ultima sia stato maggiore perché in precedenza non si era ancora sviluppato il mercato dei derivati sul rischio di credito e dei titoli cartolarizzati (sul punto si ritornerà nel par. 3.1).

In sostanza, come argomenta implicitamente Kindleberger e come si vedrà anche con riferimento alla letteratura sulla crisi del 2007 (cfr. par. 3.1), i derivati non sono la causa originante delle bolle e delle crisi finanziarie, ma possono amplificarne o esasperarne gli effetti sistemici.

Di seguito, si analizzerà la storia delle grandi crisi finanziarie caratterizzate da un intenso uso dei derivati e delle relative risposte regolamentari. Come prima detto, per ritrovare crisi simili bisogna risalire al XVII e XVIII secolo.

Questa analisi è utile per evidenziare come sia possibile identificare un susseguirsi di fasi cicliche, in cui ad attitudini fortemente liberiste si sono alternati approcci regolamentari più restrittivi (con l'adozione di misure in parte simili a quelle oggi denominate come divieto di *short selling* e *product intervention*, inclusi *bail out* e salvataggi pubblici) conseguenti a crisi sistemiche di portata non dissimile a quella del 2007.

Inoltre, tale analisi è utile per inquadrare in una prospettiva storica più chiara la discontinuità e il cambio di approccio nella regolamentazione al quale si assiste dopo il 2007 e per capire quanto siano state innovative e radicali le scelte regolamentari che saranno illustrate in dettaglio nel prossimo capitolo.

25 KINDLEBERGER, *op.cit.*, ne identifica almeno tre nel Dopoguerra: quella del 1985-1989 in Giappone, quella nello stesso periodo in Svezia, Norvegia e Finlandia e quella del 1992-1997 in diversi paesi asiatici.

2.1 La regolamentazione dei derivati dal XIX secolo a.c. alle prime crisi finanziarie dell'età moderna

Si ritiene che i primi prototipi di contratti derivati nacquero in Mesopotamia circa nel diciannovesimo secolo a.c.²⁶: si trattava di contratti a termine volti ad annullare il rischio delle consegne future di merci a fronte di pagamenti ricevuti in anticipo per le stesse, nonché le prime opzioni per limitare ad una somma predeterminata il rischio della mancata consegna nel futuro di merci²⁷.

Questi "archetipi elementari" di contratti derivati, dopo essersi affermati in Mesopotamia, si diffusero poi nell'antica Grecia, Egitto e nell'antica Roma e continuarono ad essere utilizzati anche durante l'Impero bizantino e tutto il Medio Evo²⁸ e conosciuti altresì dal diritto canonico dell'Europa occidentale.

Fino approssimativamente al XV secolo la negoziazione di derivati fu lasciata interamente alla libertà negoziale delle parti e i derivati non vennero mai trattati in appositi mercati²⁹.

L'esigenza di una prima regolamentazione dei derivati nacque soltanto durante il Rinascimento, ossia quando i derivati (soprattutto nei Paesi Bassi ed in Italia) ebbero un fortissimo sviluppo in concomitanza con la nascita stessa degli strumenti finanziari, ossia con l'affermazione di una nuova tecnica di circolazione dei contratti riconosciuta dall'ordinamento dell'epoca³⁰: l'attribuzione al possessore di un titolo

26 In questo senso si esprime sia SWAN, *Building the Global Market, A 4000 Year History of derivatives*, p. 27 e ss. , WEBER, *op.cit.*, p. 7, che riferiscono anche che di tavolette di argilla contenenti contratti scritti in carattere cuneiforme ne sono stati trovati circa mezzo milione, di cui ben 200.000 conservati oggi al British Museum.

27 Secondo WEBER (*A Short History of Derivative Security Markets*, cit., p. 5), SWAN, *op.loc.cit.* e MIEROOP (*The Innovation of Interest. Semurian Loans*, in Goetzmann, William and Geert Rouwenhorst (eds) *The origin of value*, cit.), il primo contratto derivato - scritto in Mesopotamia nel diciannovesimo secolo ac. su una tavoletta di argilla pervenuta sino ai giorni nostri - ebbe ad oggetto una consegna futura di merci collegata ad un precedente finanziamento. Altri Autori (SWAN, *op.cit.* e WHALEY, *Derivatives: Markets, Valuation and Risk Management*, New Jersey, 2006, p. 11) ritengono invece che l'esistenza dei primi contratti derivati si possa desumere anche dalla Legge n. 48 del Codice di Hammurabi (1792-1750 a.c.) nell'antica Mesopotamia secondo cui "Se qualcuno ha un debito per un prestito, e una tempesta danneggia i cereali, o il raccolto perisce, o i cereali non crescono per carenza di acqua; in quell'anno non ha bisogno di dare al creditore alcuna quantità di cereali, egli lava nell'acqua la tavola in cui è segnato il debito e non paga alcuna rendita per tale anno". Altri Autori, invece (CHANCE, *A Chronology of Derivatives*, in *2 Derivatives Quarterly*, 1995, 53-60; PATRONI GRIFFI, *op.cit.*, p. 2), ritengono che la prima opzione dei tempi antichi (del 1700 a.c.) sia narrata nella Bibbia laddove (Genesi, cap. 29-19) si racconta che Giacobbe e Labano si accordarono in modo tale che a Giacobbe sarebbe spettata la facoltà (e non l'obbligo), dopo sette anni di lavoro a favore di Labano, di sposare la figlia di quest'ultimo, Rachele. Altro Autore, infine, (SIEMS, *10 Myths about Financial Derivatives*, Cato Policy Analysis n. 283, 1997), ritiene che, in base a quando riferisce Aristotele nella sua *Politica*, la creazione di un contratto derivato nell'antichità debba essere attribuita nel 580 a.c. a Talete di Mileto (il riferimento è al famoso Aneddoto del frantoio di Talete). Vale la pena ricordare qui incidentalmente come secondo la dottrina italiana i contratti a termine (e i riporti) costituirono per lungo tempo anche il nucleo delle negoziazioni di borsa. Per tutti si vedano COTTINO, *Diritto commerciale*, Vol. II, Padova, 1978, p. 129 e CORRADO, *I contratti di borsa*, Torino, 1960, p. 200, nonché BAIACURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna, 1995, p. 112 e ss.

28 Ed è proprio al tempo delle fiere medioevali in Francia ed Inghilterra del XII secolo che si fanno risalire le prime regole del commercio in materia. Cfr. GEMMIL, *La funzione economica dei prodotti finanziari derivati*, in *Lezioni Moar*, 1995, p. 12.

29 In questo senso WEBER, *A Short History of Derivative Security Markets*, cit., p. 2.

30 Fu infatti un decreto reale Carlo V del 1540 a legalizzare ad Anversa la libera trasferibilità dei contratti a termine incorporati in un titolo (ossia il primo 'primordiale' derivato incorporato in un titolo). KELLEBENZ, *Introduction to the English translation of Joseph de la Vega (1688) Confusion de Confusiones*, Boston, MA, 1957, p. xiv. Si consideri a titolo di esempio che in quegli anni il mercato dei contratti a termine su azioni della Compagnia delle Indie olandesi rappresentava la parte più importante del mercato sulle azioni della Compagnia stessa. Cfr. LODEWIJK, *The World's*

(azione, obbligazione, cambiale) della legittimazione ad ottenere i diritti nascenti dal contratto stesso in modo più rapido, agile e sicuro³¹.

Parallelamente all'utilizzo di questa nuova tecnica, i mercanti si resero conto che non vi era affatto bisogno di regolare i contratti a termine tramite la consegna dei beni sottostanti, ma che risultava sufficiente che la parte in perdita compensasse la parte in profitto pagandole un differenziale tra il prezzo di consegna e il prezzo concordato al momento della conclusione del contratto³².

Nacque così il c.d. *contratto differenziale* con cui si sviluppò quella che risulta ancora oggi essere una delle principali caratteristiche dei derivati: il loro incentrarsi sul più agile ed economico scambio del differenziale anziché sulla più onerosa e complessa acquisizione del fondamentale³³.

La combinazione delle due citate innovazioni (legittimazione/incorporazione dei contratti in un titolo e nascita del contratto differenziale) portò alla rapida circolazione di numerosi contratti differenziali incorporati in titoli³⁴ nonché di opzioni che

First Stock Exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 2001, p. 20 e ss.

- 31 Una legittimazione che inizialmente coincideva con la mera identificazione del titolare, ma che successivamente è divenuta una vera e propria legittimazione ad ottenere la prestazione menzionata nel titolo tramite la c.d. *incorporazione* dei diritti nei titoli stessi grazie all'affermazione della regola 'possesso di buona fede vale titolo'. "Prerogative che consideriamo proprie della disciplina cartolare non sono state compiutamente elaborate almeno sino alla fine del '700" [LENER, SPADA, *Dei Titoli di credito - Disposizioni generali - Introduzione*, in Commentario del codice civile (diretto da E. Gabrielli) - *Delle Promesse Unilaterali dei titoli di credito - artt. 1987-2027* (a cura di R. Lener), p. 123 e ss.]. Sul vastissimo tema, per tutti, si vedano: SPADA, *Appunti sulle origini dell'astrattezza cambiaria*, in *Ann. Univ. Macerata XXXII*, 1976, p. 519; SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, II ed., Torino, 1994, p. 19, nonché GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, IV Ediz., Bologna, 1993, p. 135; COTTINO, *Diritto commerciale*, 2ª ediz., II, 1, Padova, 1992, p. 235; UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia (lezioni)*, Roma, 1974; MIGNOLI, *Idee e problemi nella evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 e ss..
- 32 WEBER, *op.cit.*, pp. 11 e 12.
- 33 Come noto, infatti, nei contratti derivati moderni, il vero e proprio oggetto del negozio è esclusivamente la "differenzialità" (e non il sottostante) e l'eventuale presenza di una clausola che, in alternativa alla liquidazione del solo differenziale, consenta l'esecuzione per consegna dell'attività fondamentale (*delivery settlement*) assume un ruolo secondario e accidentale. Da questo punto di vista, come è stato osservato, "il derivato è quindi un contratto a termine nel quale l'effetto diviene oggetto dell'intesa" (GIRINO, *op.ult. cit.*, p. 17 nonché in *Le ragioni negoziali dello strumento finanziario derivato: per una rilettura della disciplina in chiave contrattualistica*, in *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo* (a cura di O.M. Calliano), Torino, 2013, p. 79 e ss.). Principio, questo, fatto proprio anche dalla Corte Costituzionale italiana la quale ha affermato che "ferme ovviamente le diversità legate al tipo di operazione prescelto, tali negoziazioni [in strumenti derivati] sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata" (C. Cost. 18 febbraio 2010, n. 52, in *GU*, 24.2.2010 e in <http://www.cortecostituzionale.it/actionSchedaPronuncia.do?anno=2010&numero=52>). Sempre GIRINO, *op. ult.cit.*, p. 190 e 191 sostiene che "il contratto differenziale, inteso dunque (non come il contratto che possa essere eseguito per differenze, bensì) come il contratto che abbia ad oggetto una differenzialità di valori è propriamente ed esclusivamente, il contratto derivato". Nel derivato lo scopo dell'accordo è sempre la percezione di una differenza di valore e non già l'acquisto dell'attività fondamentale. Cfr. anche: In questi termini anche FERRARIO, *"Domestic currency swap" a fini speculativi e scommessa*, *Contr.*, 2000, p. 261; LEMBO, *La rinegoiazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fiscali*, in *Dir. Fall.*, 2005, p. 512; MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. e Contr.*, 2008, 4, p. 2; PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp.Civ.Prev.*, 2008, 2219, nonché, in giurisprudenza: Trib. Milano, 27 marzo 2000, in *Contr.*, 2000, 777.
- 34 SWAN, *op.cit.*, p. 143 e EHRENBERG, *Capital and Finance in the Age of the Renaissance*, Londra, 1928, p. 73 (trad. in inglese di H.M. Lucas del 1963).

garantivano una limitazione del rischio contrattuale³⁵ (i.e. i precursori dei moderni contratti *futures* e *options*).

Questo fenomeno destò una tale preoccupazione circa la tenuta dell'intero sistema finanziario dei Paesi Bassi (oggi parleremo di "rischio sistemico") da portare Carlo V nel 1541 a vietare ad Anversa la conclusione di contratti differenziali incorporati in titoli³⁶.

Successivamente con tre distinti decreti del 1621, 1630 e 1636, ne fu in qualche modo riammessa la stipulazione e la circolazione onde evitare che il mercato di questi titoli si trasferisse in un altro paese, ma comunque privando gli stessi dell'azione giudiziale necessaria per poterne pretendere il pagamento davanti ad una corte³⁷. Nello stesso periodo (esattamente nel 1610) furono altresì vietate le vendite allo scoperto di azioni³⁸.

Queste norme (mancanza di azione per i contratti differenziali e divieto delle vendite allo scoperto), in ogni caso, non impedirono affatto lo sviluppo e la circolazione dei contratti differenziali (in quanto molto apprezzati ed utilizzati nel commercio), ma fecero sì che gli stessi fossero trattati solo *over-the-counter*, in virtù della fiducia che godevano su questi mercati taluni intermediari. Questa fu la ragione per cui nei Paesi Bassi le opzioni non si trasformarono in *warrants* e i differenziali non poterono evolversi in contratti *futures* trattati in modo impersonale ed anonimo come invece avvenne in Giappone dove vide la luce nel 1650 il primo rudimentale mercato organizzato di *futures*³⁹.

La preoccupazione di Anversa si dimostrò fondata. Dopo nemmeno cento anni l'utilizzo di questa combinazione di tecniche (incorporazione di contratti a

35 DE LA VEGA, *op.cit.*, p. 8.

36 EHRENBURG, *op.loc.cit.*, p. 243 e SWAN, *op.loc.cit.*, p. 144.

37 KELLEBENZ, Introduction to the English translation of Joseph de la Vega (1688) *Confusion de Confusiones*, Boston, MA, 1957, p. xiv; POITRAS, *The Early History of Financial Economics, 1478-1776* (Edward Elgar Publishing Ltd: Cheltenham, 2000) 340-346.

38 Dopo che un commerciante olandese - Isaac Le Maire - avendo investito 82.000 fiorini nella Compagnia Olandese delle Indie Orientali e non avendo ricevuto utili nel corso del 1609 né informazioni circa i risultati finanziari della compagnia, decise di liquidare l'operazione, ma vendette azioni in misura maggiore di quante non ne possedesse. L'operazione fu considerata "oltraggiosa" da parte dei contabili dell'epoca che introdussero così la regola di Borsa del divieto di vendita allo scoperto. Il provvedimento (*placaat*) non vietava le vendite a termine, ma le vendite di azioni che non fossero iscritte a nome del cedente nel libro soci della Compagnia prima della transazione a pena di nullità del contratto e di una sanzione pari al quinto del valore del contratto. La norma prevedeva anche un termine massimo di un mese per la consegna fisica dei titoli e il pagamento del relativo prezzo. Il fatto che il provvedimento fu confermato nel 1623, 1624, 1630, 1636 e 1677 dimostra come la regolamentazione sostanzialmente fallì nel vietare la speculazione. Cfr. Sul tema STRINGHAM, *The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth-Century Amsterdam*, in *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 43, 2003, pp. 328-329; GORIA, *Alle radici dei "contratti differenziali"*, *op. cit.*, p. 28; PETRAM, *The World's first stock exchange*, New York, 2014, p. 66; GELDERBLUM, JONKER, *Amsterdam as the Cradle of Modern Futures and Options Trading, 1550-1650* in: W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst, ed., *The Origins of Value, the Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford, 2005), p. 189-205.

39 Si tratterebbe (secondo CAPASSO in *Trading on the Seattle merc*, New York, 1995 e ALLETZHAUSER, *The House of Nomura*, London, 1990, p. 26) del commercio di titoli sul mercato del riso che si trovava a Dojima, vicino ad Osaka, titoli che davano il diritto alla consegna futura di una certa quantità di riso ad una certa data.

termine ed opzioni in titoli e contratti differenziali) portò alla prima grande bolla speculativa documentata della storia del capitalismo moderno⁴⁰.

Fra il 1636 e il 1637 nei Paesi Bassi iniziò una attività frenetica di produzione di bulbi di tulipani, divenuti sempre più ricercati e popolari, cui seguì una altrettanto importante attività di esportazione con conseguente crescita esponenziale dei prezzi degli stessi bulbi (di svariate centinaia di punti percentuali)⁴¹.

Iniziarono fortissime speculazioni sui bulbi (la c.d. "tulipmania") proprio tramite l'utilizzo di contratti differenziali e derivati⁴² fino al momento in cui, nel 1637, questa prima bolla speculativa scoppiò improvvisamente lasciando sul lastrico molte persone.

Secondo gli storici, la crisi ebbe notevolissime ripercussioni sull'economia olandese, che rimase in recessione per oltre dieci anni fino a tutti gli anni 40 del 1600, per via della forte contrazione della ricchezza delle famiglie e alle insolvenze conseguenti ai debiti accumulati nell'attività speculativa⁴³.

Poco meno di un secolo dopo (ossia nel 1719) altre due bolle speculative, più rilevanti di quella dei tulipani, colpirono nel giro di pochi mesi, prima la Francia e poi l'Inghilterra.

Le azioni di due importanti società di capitali in mano pubblica - la francese *Compagnie des Indes* e la inglese *South Sea Company* - entrambe divenute monopoliste del commercio con le colonie⁴⁴ in virtù di una concessione attribuita loro dai rispettivi sovrani - furono oggetto di fortissime speculazioni tramite l'utilizzo di contratti differenziali (nonché di derivati su azioni quali *forwards*, *options* e *repos*)⁴⁵, speculazioni alimentate da irrealistiche aspettative di rendite derivanti dal commercio in regime di monopolio con le colonie⁴⁶.

Le società però non ebbero la fortuna sperata e dovettero essere salvate dai rispettivi Governi (oggi si parlerebbe di *bailout*), perché la Spagna garantì alla *South Sea Company* la possibilità di effettuare un solo carico all'anno nella tratta che collegava il Regno Unito al Sud America, in base al Trattato di Utrecht del 1713.

40 Cfr. KINDLEBERGER op. cit..

41 Cfr. KINDLEBERGER op. cit.

42 MACKAY, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*, Office of the National Illustrated Library, 227 Strand, Londra, 1852; KINDLEBERGER, op. cit.; DASH, *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower & the Extraordinary Passions It Aroused*, Londra, 1999; PAVORD, *The Tulip*, New York, 1999; GARBER, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, MA, MIT Press, 2000; GOLDAR, *Tulipmania: Money, Honor and Knowledge in the Dutch Golden Age*, Chicago, 2007.

43 Secondo KINDLEBERGER (op. cit.) esiste un diretto nesso causale fra lo scoppio della bolla dei tulipani e la successiva recessione economica per l'effetto ricchezza indotto dal crollo dei prezzi e alla conseguente minore propensione al consumo delle famiglie.

44 La *South Sea Company* con i Paesi del Sud America.

45 PETRAM, *The World's First Stock Exchange - How the Amsterdam market for Dutch East Company shares became a modern securities market, 1602-1700*, Amsterdam, p. 20.

46 Il più grande fisico inglese, Isaac Newton, dopo avere perso nell'investimento in azioni della *South Sea Company* la cifra di £20,000 (pari a circa 3 milioni di sterline di oggi) pronunciò la celebre frase "*I can calculate the movements of stars, but not the madness of men*".

Anche in questo caso gli effetti reali delle due crisi furono rilevantissimi. Secondo alcuni studiosi la crisi seguita allo scoppio della bolla South Sea avrebbe ritardato l'avvio della Rivoluzione Industriale in Inghilterra di mezzo secolo⁴⁷; secondo altri, avrebbe azzerato la crescita dal 1720 al 1750⁴⁸.

È interessante rilevare come a seguito di tali eventi il 30 agosto 1720 il Consiglio di Stato di Parigi tolse il diritto/privilegio di commerciare sui mercati finanziari ai sessanta operatori autorizzati. Successivamente, al fine di controllarne in qualche modo l'attività, fu disposto che la possibilità di operare fosse subordinata ad una apposita autorizzazione da parte delle borse valori⁴⁹. Con un decreto del Consiglio del Re del 24 settembre 1724 (art. 29) fu introdotto l'obbligo per il venditore a termine di titoli di depositare gli stessi onde contrastare le speculazioni al ribasso⁵⁰ (ancora nel 1810 il codice penale francese, all'art. 422, riconosceva la validità ai soli contratti a termine in cui allo scadere del termine il venditore fosse stato in grado di consegnare i titoli).

Qualche anno dopo (nel 1734) il Parlamento inglese approvò il Sir. John Barnard's Act⁵¹ con il quale furono dichiarati nulli e privi di effetti i contratti a termine su titoli⁵². L'atto volle regolamentare i soli contratti a termine finanziari cartolarizzati (le *securities*) in quanto vi era il timore che se fossero stati vietati i contratti a

47 CARSWELL, *The South Sea Bubble*, Londra, 1960.

48 KINDLEBERGER *op. cit.*

49 Tale regola fu eliminata col Codice di Commercio del 1807 che seguì alla Rivoluzione Francese della fine del 1700. Cfr. WEBER, *op. cit.*, p. 24 e COFFINIÈRE, *op. cit.*, p. 1-50. Con il Codice di commercio del 1860 in Francia si tornò poi al modello della borsa valori istituita con decreto reale e con la stipulazione di contratti di borsa da parte dei soli agenti di cambio, anch'essi nominati con regio decreto. Modello, questo, fatto proprio dal Codice di Commercio italiano del 1865 ma abbandonato con il Codice di Commercio del 1882 che importò in Italia il modello anglosassone di Borsa valori basato sul pluralismo e sull'autoregolamentazione: gli agenti di cambio erano visti come imprenditori, ossia come commercianti per l'attività di mediazione che svolgevano funzioni private e non pubbliche. Successivamente, con la Legge 20 marzo 1913 n. 272, in Italia venne adottato il modello tedesco e bandito quello anglosassone. Al vertice dei controlli venne, infatti, posto il Governo e gli agenti di cambio tornarono a svolgere servizi pubblici connessi alla negoziazione (accertamento del prezzo ufficiale di Borsa e negoziazione alle grida) ma col divieto di operare per conto proprio.

50 Si veda: ISAMBERT, DECRUSY, TAILLANDER, *Recueil general des anciennes lois francaises*, XXIX, Paris, 1833, voce blés en vert, p. 39, nonché GORIA, *Alle radici dei "contratti differenziali"*, *op. cit.* p. 26 e ss. e FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contratto e impresa*, 1992, p. 475. Con un successivo decreto dello stesso Consiglio del Re del 7 agosto 1785 furono dichiarati nulli i contratti a termine per i quali il venditore non avesse consegnato i relativi titoli o non avesse dimostrato di averne la disponibilità. La stessa giurisprudenza dell'epoca ritenne invalidi i contratti differenziali (Cfr. Cass., 29 novembre 1836, in *Journal du Palais*, 1837, I, pag. 242; Cass., 1 agosto 1856, in *Journal du Palais*, 1857, pag. 1180; Cass., 26 agosto 1868, in *Journal du Palais*, 1869, pag. 30, citati da Ferrero, *Contratto differenziale*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 476, nota 4). Solo nel 1885, con la Legge 28 marzo 1885, fu riconosciuta piena cittadinanza ai contratti a termine di borsa dichiarando inapplicabile agli stessi l'eccezione di gioco.

51 "An Act to prevent the infamous Practice of Stock-jobbing" POITRAS, *Management, Speculation, and Derivatives Securities*, 2002, p. 31 e ss.; BANNER, *Anglo-American Securities Regulation. Cultural and Political Roots*, 1690-1860, Cambridge, 1998, p. 14 e ss. Qualche anno prima (nel 1697) lo stesso Parlamento aveva emanato un provvedimento (William III - *An act to restraine the number and ill practice of brokers and stock-jobbers*) con cui furono posti limiti alla speculazione dei *brokers*: riduzione del numero, divieto di contrattare in conto proprio, divieto di concludere contratti che prevedevano un termine di consegna dei titoli superiore ai tre giorni (atto consultabile all'indirizzo web: <http://www.british-history.ac.uk/statutes-realm/vol7/pp285-287>)

52 Il Sir. John Barnard's Act, rinnovato nel 1737, rimase in vigore sino al 1860. Cfr. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, p. 3.

termine su *commodities* tutto il relativo mercato si sarebbe trasferito ad Amsterdam⁵³.

Un altro caso molto importante di crisi finanziaria legata all'uso dei derivati è rappresentato dalla bolla azionaria e dalla successiva crisi del 1907 in Italia, che ebbe enormi conseguenze sullo sviluppo del mercato italiano e dunque sull'economia del nostro Paese.

Fra il 1900 e il 1907 si assistette ad una forte crescita delle quotazioni azionarie e ad un elevato numero di quotazioni in borsa di nuove società. La crescita dei corsi fu alimentata dalle operazioni di "riporto" (ossia operazioni a leva dove i titoli venivano dati in garanzia a fronte del credito concesso per il loro acquisto) concesse dalle cosiddette banche miste, in *primis* la Società Bancaria Italiana (SBI)⁵⁴. In sostanza, si trattava di operazioni a termine – essendo in realtà tutte le operazioni di borsa dell'epoca caratterizzate da un ciclo di liquidazione mensile – e "a leva" nel caso in cui l'effettivo acquisto fosse poi finanziato usando come garanzia gli stessi titoli.

Lo scoppio della bolla portò al fallimento della SBI e alla crisi del sistema delle banche miste che aveva alimentato il forte sviluppo del mercato azionario italiano. Non solo ne seguì una situazione di crisi che si protrasse fino alla Prima Guerra Mondiale ma, secondo alcuni autori, ne scaturirono effetti negativi che condizionarono lo sviluppo della borsa italiana per tutto il XX secolo⁵⁵.

La risposta regolamentare alla crisi del 1907 fu l'introduzione del cosiddetto "diritto di sconto", finalizzato a colpire la speculazione al ribasso tramite contratti a termine. Il diritto di sconto consisteva nella facoltà concessa all'acquirente di azioni di chiedere la consegna dei titoli in qualsiasi momento, non rispettando il termine originariamente convenuto ed esponendo il venditore allo scoperto al rischio di doversi ricoprire (o comprare i titoli) in un momento non favorevole. Il provvedimento, annunciato come misura transitoria, rimase in vigore fino al 1936⁵⁶.

In estrema sintesi, è possibile affermare che dall'inizio del XVII secolo ai successivi quattrocento anni nacquero le prime regole applicabili ai derivati (rappresentati fondamentalmente dai contratti a termine) e consistenti: *i)* nel temporaneo divieto di concludere e commercializzare tali contratti; *ii)* nella privazione degli stessi contratti dell'azione giudiziale necessaria per poterne pretendere il pagamento davanti ad una corte; *iii)* nella necessità per gli intermediari di ottenere una pubblica autorizzazione per operare in derivati da parte del Governo o della Borsa valori⁵⁷; *iv)*

53 SHEA, *Understanding Financial Derivatives During the South Sea Bubble: The Case of the South Sea Subscription Shares*, Oxford, 2007; OLDANI, *I derivati finanziari*, Milano, 2010, p. 56 e ss.

54 Gli eventi sono dettagliatamente analizzati da BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, 1971 e SICILIANO, *Cento anni di Borsa in Italia*, Bologna, 2001.

55 BONELLI, *op.cit.* e SICILIANO, *op. cit.*

56 Cfr. SICILIANO, *op. cit.*

57 In Italia la disciplina delle borse nacque sostanzialmente con l'estensione, nel 1808, del codice di commercio francese alla parte di territorio italiano facente parte dell'impero napoleonico e con l'adozione, sempre nel 1808, del *Codice di commercio di terra e di mare pel Regno d'Italia*, che è poi una traduzione del codice di commercio francese (Cfr. GALANTI, D'AMBROSIO, GUCCIONE, *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa. Dall'Unità d'Italia al*

in forme di penalizzazione dell'attività speculativa al ribasso o di divieto di vendite allo scoperto⁵⁸.

2.2 La nascita dei mercati organizzati e regolamentati di derivati

Come detto, il commercio in derivati su strumenti finanziari (oltre che su merci) si diffuse inizialmente ad Amsterdam e poi in Inghilterra e Francia tra il XVII e il XVIII. Il mercato si sviluppò successivamente anche in Germania, Spagna, Prussia e Svizzera a partire dall'inizio del diciannovesimo secolo. In tutti questi Paesi la legge non sempre accordava la *enforceability* degli stessi, ossia il diritto di agire in giudizio: in alcuni casi veniva riconosciuto tale diritto solo in relazione a certi tipi di sottostante, mentre in altri casi l'*enforceability* era riconosciuta solo nel caso in cui entrambe le parti fossero state autorizzate a contrattare in derivati; negli altri casi l'adempimento di un contratto derivato era ritenuto una sorta di dovere morale o sociale, ossia come una valida *causa solvendi* ma non anche come una altrettanto valida *causa obligandi*.

La reale affermazione dei derivati a livello internazionale coincide con la fortissima crescita del commercio fra l'Europa e l'America a partire dal XIX secolo.

Una nave poteva impiegare mesi ad attraversare l'oceano atlantico e, nel frattempo, i prezzi delle merci trasportate potevano subire forti oscillazioni. Per ovviare a tale inconveniente le grandi compagnie commerciali impiegarono imbarcazioni a vela più veloci delle navi mercantili (*clipper*) per consegnare i contratti relativi al carico in anticipo rispetto all'arrivo delle merci. Si sviluppò quindi un commercio di contratti di vendita delle merci ancora prima che queste ultime arrivassero (*to arrive*) nei porti destinati allo scambio. Nel 1821 fu istituito il primo mercato *to arrive* presso il Liverpool Cotton Exchange sul quale venivano scambiati contratti *futures* sul cotone⁵⁹. Ad incrementare la diffusione di tali pratiche contribuì in un primo momento il

2010, Banca d'Italia, 2011, p. 165). La borsa venne definita dal Codice di Commercio (in analogia di quanto avviene nel codice francese) come "la riunione de' commercianti, capitani di bastimento, agenti di cambio e sensali che ha luogo con autorizzazione del Re in quelle città e con quei regolamenti che stima convenienti". Gli stessi agenti di cambio venivano nominati con "provvisione sovrana". Un Regolamento per le Borse di commercio venne introdotto nel Regno d'Italia con decreto vicereale del 10 marzo 1810. Con decreto 16 gennaio 1808 del vicerè Eugenio Napoleone viene istituita la Borsa di Milano. La prima vera disciplina sulle borse dello Stato unitario è contenuta nel Titolo III, Capi I e II, del Codice di commercio del 1865, nell'art. 2 della legge sulle camere di commercio (L. 620/1862) e, per ciò che attiene all'ordinamento interno delle borse, nei regolamenti speciali emanati dalle camere di commercio medesime. La disciplina così introdotta stabilì un regime pubblicistico delle borse di commercio che venne confermata con la legge 20 marzo 1913, n. 272, e che fu destinata a contraddistinguere il mercato mobiliare italiano sino al 1996, anno in cui prese avvio la c.d. privatizzazione dei servizi di mercato.

58 Secondo GORIA, Alle radici dell'evoluzione dei contratti differenziali: l'evoluzione degli strumenti giuridici in ambito finanziario a partire dal caso francese (secc. XVIII-XIX), Il nuovo Diritto delle Società, 1/2015, tutti gli sforzi regolamentari di disciplina dei derivati in Francia nel XVIII secolo, in particolare dopo la crisi del 1720, furono volti a limitare o contrastare l'uso speculativo dei contratti a termine e culminarono con la stessa istituzione della Borsa di Parigi e in regole che imponevano agli agenti di cambio di verificare la disponibilità dei titoli da parte del venditore al momento della transazione o il deposito degli stessi titoli presso l'agente di cambio (cosiddetta clausola di copertura), fine del XVIII secolo, ovvero che imponevano il diritto di sconto, come avvenne poi in Italia nel 1907. Secondo l'Autore rimase, tuttavia, un'ampia incertezza legata alle diverse interpretazioni giurisprudenziali di tali regole e dunque alla loro effettiva *enforceability*.

59 IANNELLI, La speculazione sui prodotti derivati nella crisi dei mercati finanziari ai tempi attuali, Tesi di laurea, Università LUISS, Roma, 2009.

primo cavo transatlantico per le comunicazioni (che già dal 1866 permise l'abbattimento dei tempi e dei costi di negoziazione di questi contratti)⁶⁰ e, successivamente, l'utilizzo delle prime navi a vapore che resero molto più regolare il commercio navale di materie prime. Si cominciò così a parlare sempre più di contratti per la futura consegna di beni, ossia di veri e propri *futures*.

Contemporaneamente anche a Chicago si avvertì la necessità di anticipare la contrattazione di materie prime in arrivo da altre zone degli Stati Uniti e si sviluppò un mercato dedicato alla contrattazione dei contratti relativi ai cereali⁶¹. Per evitare la congestione del mercato (che aveva portato al fallimento di numerose imprese agricole), alcuni agricoltori decisero di dare vita ad una sorta di (auto)regolamentazione della quantità, prezzo, data e luogo di consegna dei cereali, utilizzando contratti a termine secondo il citato schema *to arrive*.

Nel 1848 un gruppo di 82 commercianti fondò il Chicago Board of Trade (CBOT)⁶² ossia il primo mercato regolamentato americano per la negoziazione di contratti derivati (*futures*) sul grano⁶³ cui seguirono nel 1870 il New York Cotton Exchange e nel 1885 il New York Coffee Exchange⁶⁴.

Anche il Chicago Board of Trade dovette difendersi contro la speculazione tra il 1880 e il 1910 allorquando numerosi *bucket shops*, utilizzando per la prima volta in ambito finanziario il telegrafo, riuscirono a fornire in tempi ridottissimi le informazioni relative alla quotazione dei titoli trattati sul CBOT in tutti gli Stati Uniti minacciando la stessa *leadership* del CBOT sui *futures* (il trading su commodity effettuato da agricoltori tramite i *bucket shops* rappresentava il 90% del totale)⁶⁵. I *bucket shops*, che richiedevano commissioni molto basse e margini di garanzia minimi e si rivolgevano ad una platea molto vasta di investitori, spesso non acquistavano né vendevano realmente i titoli ma si limitavano, al pari di un banco per le scommesse, a raccogliere e incrociare tra loro i diversi ordini dei propri clienti al dettaglio (spesso ignari del fatto che i propri ordini non venissero eseguiti). Questi *bucket shops* in genere sopravvivevano fino a quando riuscivano a bilanciare tra loro le diverse scommesse, ma fallivano inesorabilmente quando il mercato subiva forti rialzi o ribassi.

60 In questi termini IANNELLI, *op.loc.ult.*, da cui si è preso spunto per i successivi capoversi.

61 Secondo il Senate Report No. 93-1131, 93d Cong. 2d Sess. 13, 1974 (ristampato - sempre nel 1974 - in US Code & Ad. News 5843, 5853) "The system of agricultural trading developed in the United States in the 1850-1900 period in response to the rapidly increasing economic need for centralized pricing and larger-scale risk bearing in agricultural marketing".

62 IANNELLI, *op.loc.ult.*

63 Detti contratti furono standardizzati nel 1865 e nel 1925 fu creata la prima stanza di compensazione. Cfr. PATRONI GRIFFI, *op.cit.*, p. 3.

64 Per tutti: MARKHAM, *The History of Commodity Futures Trading and its Regulation*, New York, 1987. Parallelamente nel 1877 fu istituito a Londra il *London Metal Exchange* (Cfr. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., p. 34).

65 Secondo la Corte Suprema degli Stati Uniti [in *Gatewood v. North Carolina*, 27 S.Ct 167, 168 (1906)] un *bucket shop* è "[a]n establishment, nominally for the transaction of a stock exchange business, or business of similar character, but really for the registration of bets, or wagers, usually for small amounts, on the rise or fall of the prices of stocks, grain, oil, etc., there being no transfer or delivery of the stock or commodities nominally dealt in". Nel 1890 i *bucket shops* erano circa 5.000 di cui 200 a New York. Sul tema, tra i tanti, si vedano: LURIE, *The Chicago Board of Trade, 1859-1905: The dynamics of Self-Regulation*, Urbana, University of Illinois Press, 1979.

La speculazione dei *bucket shops* terminò quando la Corte Suprema degli Stati Uniti nel 1905 decretò che il CBOT deteneva il diritto esclusivo di disporre delle proprie quotazioni con il conseguente potere di cedere o non cedere il diritto di utilizzo delle stesse⁶⁶.

L'esigenza di creare mercati organizzati e regolamentati di derivati su strumenti finanziari si avvertì però soltanto un secolo dopo, ossia a partire dagli anni '70 del secolo scorso, con il verificarsi di una pluralità di eventi pressoché concomitanti.

Il primo, e forse più importante, fu l'abbandono del *gold standard* e della convertibilità in oro del dollaro americano (cui erano collegate le altre valute legate tra loro da rapporti di cambio fissi), precedentemente sancita con gli accordi di Bretton Wood nel 1944, con la nascita quindi di un sistema di cambi flessibili.

Il secondo elemento è legato alla rivoluzione tecnologica e alla crescente possibilità di utilizzo dei computer per le contrattazioni di strumenti finanziari. Un ulteriore importante elemento è dato dallo sviluppo di una modellistica rigorosa sul piano scientifico per il *pricing* dei derivati più complessi come le opzioni, grazie alle ricerche pionieristiche di Fischer Black, Myron Scholes e Robert Merton, che poi valsero loro il riconoscimento del premio Nobel⁶⁷.

A questi fattori va aggiunta anche la successiva opera di standardizzazione della documentazione contrattuale dei derivati compiuta a partire dagli anni '80 dello scorso secolo dalla International Swap and Derivatives Association (ISDA) e la successiva generalizzata accettazione dei *master agreement* dalla stessa predisposti⁶⁸.

Così nel 1972 fu costituito a Chicago il primo mercato dei *financial futures* su valute (Chicago Mercantile Exchange - CME)⁶⁹ e nel 1973 il primo mercato regolamentato di *listed options* ossia di opzioni standardizzate (il Chicago Board Options Exchange - CBOE). Nel 1974, a seguito della diffusione dei *futures* sui tassi di interesse, venne istituita la Commodity Futures Trading Commission. Nel 1975 il Chicago Board of Trade (CBOT) iniziò la trattazione dei primi *interest rate futures* collegati ai mutui della Government National Mortgage Association (GNMA).

Nel 1981 Salomon Brothers eseguì a Londra il primo *interest rate swap* tra l'IBM e la World Bank, ossia il primo contratto derivato OTC legato all'andamento dei tassi di interesse (mercato che, come detto nel primo capitolo, vale oggi oltre 500.000 miliardi di dollari USA), mentre i derivati su azioni (lo *Stock Index Futures Contract - S&P 500 Index Futures*) furono lanciati con successo dal CME nel 1982.

66 *U.S. Supreme Court (giudice Holmes) Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co.*, 198 U.S. 236 (1905).

67 Sul punto si vedano, per tutti: AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets – The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, New York, 2012, p. 96 e ss., nonché SCALCIONE, *The Derivatives Revolution – A trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, The Netherlands, 2010, 11, p. 22

68 Secondo Alan Greenspan, *Risk Transfer and Financial Stability*, (discorso tenuto in teleconferenza il 5 maggio 2005 alla Federal Reserve Bank di Chicago nel corso della 41^{ma} Conferenza Annuale sulla struttura bancaria,) in www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505 "Perhaps the most significant development in financial markets over the past ten years has been the rapid development of credit derivatives. Although the first credit derivatives transactions occurred in the early 1990s, a liquid market did not emerge until the International Swaps and Derivatives Association succeeded in standardizing documentation of these transactions in 1999".

69 Mercato che nel 1974 si ampliò per ricomprendere anche l'oro.

A partire dalla metà degli anni '80 del secolo scorso il mercato dei derivati si sviluppò a ritmi sempre più intensi e i sottostanti divennero sempre più diversificati⁷⁰. Il mercato si sviluppò anche grazie al prevalere di un approccio regolamentare molto liberista dei *policy maker* dell'epoca (soprattutto nei primi anni '90 del secolo scorso) che prese le mosse da uno studio del 1993 sui costi e i benefici dei derivati di un gruppo di esperti dell'industria nell'ambito del *Group of Thirty*⁷¹.

La conclusione cui giunse questo studio – il cui oggetto in realtà era la sola analisi della gestione dei rischi in derivati da parte dei privati (risparmiatori e *dealers* professionali) e non anche la diversa prospettiva di una Autorità pubblica di regolamentazione – fu che i derivati non accrescono il rischio sistemico (*"because derivatives do not introduce risks of a fundamentally different kind and greater scale than those already present, systemic risks are therefore not appreciably aggravated, and that supervisory concerns can be addressed within the present supervisory framework"*⁷²).

Come vedremo in dettaglio nel par. 3.2, circa 15 anni dopo, nel G20 di Pittsburgh del 2009, i Governi assumeranno un atteggiamento radicalmente diverso, prendendo pienamente coscienza del forte impatto che i derivati possono avere sui rischi sistemici.

3 La regolamentazione dei derivati dopo la crisi finanziaria del 2007

3.1 Il ruolo dell'innovazione finanziaria e dei derivati nella crisi del 2007

Come detto in precedenza, Kindleberger argomenta che le bolle hanno sempre origine da una crescita eccessiva della moneta o del credito nelle fasi positive del ciclo economico (cosiddetto *"credit boom"* o pro-ciclicità del credito)⁷³. Implicitamente, quindi, egli sostiene che l'innovazione finanziaria non è di per sé all'origine delle bolle e dei fenomeni di instabilità finanziaria.

70 Derivati atmosferici, su emissioni di anidride carbonica, politici, creditizi, assicurativi, ecc. Sul tema cfr. PATRONI GRIFFI, *op.cit.*, p. 3.

71 GROUP OF THIRTY Report, *Derivatives: Practices and Principles*, Washington DC, 1 luglio 1993 la cui rilevanza nel dibattito politico ed istituzionale è ben rappresentata da: DERIVATIVES POLICY GROUP, *A Framework for Voluntary Oversight of the OTC Activities of Securities Firm Affiliates to Promote Confidence and Stability in Financial Markets*, Washington DC 1995 e p. MOOSLECHNER, H. SCHUBERTH, B. WEBER (ed.), *The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion and Exclusion*, Edward Elgar, 2006. Per una lucidissima e ben motivata critica verso questo approccio liberista si veda: B. QUINN, *Derivatives – Where Next for Supervisors?*, Bank of England, Quarterly Bulletin, n. 33, 1993, pp. 535 e ss. (reperibile all'indirizzo web: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1993/qb93q4535-538.pdf>) secondo il quale all'epoca erano già evidenti i rischi di eccessiva concentrazione dei derivati, di illiquidità e di mancanza di regolamentazione anche alla luce del fatto che "it is not difficult, given the characteristic of derivatives, to see that failures and shocks could in principle be transmitted faster and further than hitherto".

72 Così QUINN, *Derivatives – Where Next for Supervisors?*, cit.

73 KINDLEBERGER *op. cit.*

Da questo punto di vista, la crisi finanziaria del 2007 non è molto diversa dalle altre crisi cui si è fatto riferimento nel precedente capitolo. Infatti, la bolla immobiliare del 2007 è stata causata da una forte crescita dei mutui immobiliari, secondo uno schema classico di *credit boom* tipico di altre bolle finanziarie⁷⁴. In particolare, come sarà ulteriormente discusso di seguito, la bolla immobiliare è stata generata da una forte espansione del credito e da un abbassamento degli standard di concessione dei mutui ipotecari che ha determinato lo sviluppo del settore dei mutui cosiddetti *subprime*⁷⁵. L'innovazione finanziaria ha contribuito all'abbassamento degli standard di concessione dei mutui, e quindi all'espansione del credito, ma non è stata in sé la causa originante alla base della forte espansione del credito ipotecario e della conseguente bolla immobiliare⁷⁶.

In definitiva, la letteratura più recente, in linea con la tesi di Kindleberger relativa alle crisi pre-2007, condivide la visione per cui l'innovazione finanziaria non sia stata la causa prima della bolla immobiliare, sebbene essa abbia avuto un ruolo centrale nell'amplificare l'espansione creditizia alla base della bolla e nell'amplificare gli effetti sistemici derivanti dallo scoppio della bolla stessa. Ne è prova il fatto che altre precedenti bolle immobiliari, emerse in periodi in cui non si erano ancora pienamente sviluppati i derivati sul rischio di credito e le cartolarizzazioni di mutui di bassa qualità, non hanno avuto gli stessi effetti dirompenti di quella del 2007⁷⁷.

Lo scoppio della bolla immobiliare ha provocato, infatti, la peggiore recessione dopo quella innescata dal crollo dei corsi azionari USA nell'ottobre del 1929.

Anche la bolla dei corsi azionari USA sviluppatasi fra il 1928 e il 1929 era stata originata da una forte crescita del credito bancario (legato alla possibilità di comprare azioni versando solo un margine iniziale molto ridotto e utilizzando il credito dei *broker* o di altri intermediari finanziari⁷⁸, in maniera abbastanza simile a quanto accaduto in Italia con i "riporti" alla base della bolla scoppiata nel 1907).

Tuttavia, secondo alcuni studiosi, la Grande Depressione sarebbe stata causata, più che dallo scoppio della bolla del mercato azionario in sé, da una politica monetaria troppo restrittiva iniziata prima della crisi finanziaria⁷⁹ in un fase in cui l'economia americana stava già entrando in recessione⁸⁰. Secondo altri studiosi,

74 DEMYANYK, VAN HEMERT, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, mimeo, 2008.

75 In particolare, DELL'ARICCIA, IGAN e LEAVEN, *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, Center Discussion Paper Series,

76 DELL'ARICCIA et. al. cit., mostrano infatti che, negli USA, l'abbassamento degli standard creditizi è stato più forte nelle aree geografiche con più forte crescita del prezzo degli immobili, ma anche nelle aree dove è stata più elevata la competizione legata all'ingresso di nuovi intermediari nel mercato dei mutui immobiliari. Tuttavia, gli autori mostrano anche che l'abbassamento degli standard creditizi è correlato anche ad un uso più intenso dei meccanismi di innovazione finanziaria legati alle cartolarizzazioni (cfr. oltre nel testo sul punto).

77 Cfr. REINHART, ROGOFF, *Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison*, *American Economic Review*, 2008. Essi individuano almeno altre cinque grandi crisi fra gli anni '70 e '90 del secolo scorso, in prevalenza collegate a bolle immobiliari.

78 Cfr. KINDLEBERGER, *op. cit.* Dopo la crisi del 1929, la FED introdusse una regola che imponeva un limite inferiore al 50% per il margine iniziale. Tale regola fu poi agevolmente superata proprio grazie alle operazioni in derivati che prevedevano margini iniziali molto più contenuti.

79 FRIEDMAN, SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963.

80 KINDLEBERGER, *op. cit.*

invece, furono la crisi di fiducia, la contrazione del credito, i fallimenti e la paralisi del sistema bancario dopo il crollo dei corsi azionari a determinare la recessione⁸¹, secondo una sequenza di eventi non molto dissimile dalla crisi del 2007.

In sostanza, mentre le cause della Grande Depressione sono state al centro di un ampio dibattito economico (la cui ricostruzione è al di là degli obiettivi del presente studio), sembra unanime il consenso circa il fatto che lo scoppio della bolla immobiliare del 2007 e la crisi finanziaria che ne è seguita sono state le ragioni fondamentali della profonda recessione degli anni successivi.

Entrambe le crisi hanno determinato un processo di radicale revisione degli assetti regolamentari.

La crisi del 1929 ha innescato un'ampia riforma della regolamentazione del sistema finanziario americano, culminata con l'adozione del cosiddetto *Glass-Steagal Act* nel 1933 (volto a separare la banca commerciale da quella d'investimento) e della legge istitutiva della SEC nel 1934, che ha disciplinato l'informativa societaria e l'offerta al pubblico di strumenti finanziari⁸².

Similmente, dopo il 2007 è stata avviata una profonda riforma del sistema regolamentare su scala globale, con l'adozione di un nuovo e complesso apparato di norme che sarà illustrato nel paragrafo successivo. Nel paragrafo successivo si illustrerà, inoltre, come una parte molto importante del processo di riforma abbia riguardato in maniera specifica i derivati e l'innovazione finanziaria.

A differenza della crisi del 1929 e di altri fenomeni di bolle registrati nel Dopoguerra, l'innovazione finanziaria ha rivestito, infatti, un ruolo centrale nel determinare l'intensità dei fenomeni speculativi che hanno innescato la bolla immobiliare del 2007 e gli effetti dirompenti del suo scoppio.

L'innovazione finanziaria è stata, in primo luogo, un'innovazione di processo, oltre che di prodotto, profondamente legata all'evoluzione del modello di *business* del settore bancario e agli sviluppi delle tecnologie informatiche. L'innovazione di processo ha permesso una crescita esponenziale del mercato delle cartolarizzazioni di crediti bancari a cui è poi seguita una sempre maggiore sofisticazione e complessità dei prodotti derivati e strutturati legati a tali processi di *securitization*. Inoltre, come avvenuto nel XX secolo, l'innovazione finanziaria è stata favorita da un approccio regolamentare liberista e dallo sviluppo tecnologico, che ha portato ad una forte globalizzazione e interconnessione dei mercati.

Come prima anticipato, le cartolarizzazioni e i derivati sul rischio di credito non sono stati all'origine del *credit boom* e della bolla immobiliare, ma hanno favorito lo sviluppo di un nuovo modello di intermediazione finanziaria che ha permesso un'enorme crescita dei mutui verso famiglie che normalmente non avrebbero potuto avere accesso all'acquisto di un'abitazione (cioè i menzionati mutui *subprime*). I mutui *subprime* sono stati "trasformati" in titoli e venduti ad investitori istituzionali o

81 Per una discussione più ampia del dibattito economico sul tema si rinvia a KINDLEBERGER, *op. cit.*

82 CALOMIRIS, *The Political Lessons of Depression-Era Banking Reform*, Oxford Review of Economic Policy, 2010.

altre banche. Le banche erano incentivate ad aumentare l'offerta di mutui e ad abbassare gli standard di valutazione della qualità dei mutuatari, potendo cedere all'esterno il rischio di credito. L'innovazione finanziaria ha contribuito quindi alla forte espansione creditizia che ha sostenuto la crescita dei prezzi degli immobili in un processo che si è autoalimentato nel tempo⁸³.

I derivati creditizi e le cartolarizzazioni hanno favorito e accelerato un processo di evoluzione dell'attività bancaria, dettato da dinamiche competitive basate sulla ricerca di maggiori margini di redditività, che ha visto affiancarsi al tradizionale modello *originate-to-hold* il modello cosiddetto *originate-to-distribute* (OTD), basato sulla cessione dei crediti attraverso il processo di cartolarizzazione e sull'uso di derivati per il trasferimento dei rischi di credito al fine di risparmiare patrimonio di vigilanza e moltiplicare il volume di prestiti erogati a parità di capitale.

L'espansione creditizia è stata ulteriormente sostenuta dalla possibilità di utilizzare i titoli oggetto di cartolarizzazioni come garanzia per operazioni di finanziamento a breve (cosiddetti *repo*). Banche d'affari impegnate nel sottoscrivere in proprio o negoziare i titoli cartolarizzati si finanziavano a breve tramite *repo*. Spesso le stesse banche che vendevano titoli derivanti da cartolarizzazioni ne finanziavano l'acquisto da parte di banche d'affari, accettando gli stessi titoli in garanzia⁸⁴ ovvero ricompravano esse stesse i titoli al fine di risparmiare patrimonio di vigilanza⁸⁵. Questi meccanismi hanno fatto sì che il rischio si potesse riconcentrare sulle banche erogatrici di mutui o che fosse comunque molto difficile valutare la reale riallocazione dei rischi all'interno del sistema finanziario generata dalle operazioni di cartolarizzazione.

Lo scoppio della bolla immobiliare ha creato un effetto di panico che si è esteso su tutto il sistema finanziario globale per l'incertezza sull'effettiva allocazione dei rischi di credito determinata attraverso il fenomeno della *securitization* e della diffusione dei CDS e per la forte opacità e difficoltà di valutazione di prodotti estremamente complessi⁸⁶. Importanti banche d'affari sono fallite perché non sono riuscite a rifinanziare il debito a breve tramite *repo* garantiti da titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui⁸⁷ ovvero perché avevano rilevanti esposizioni a breve termine sull'interbancario e impieghi illiquidi a medio-lungo termine. Così come accadde dopo il 1929, ne è seguita una crisi di fiducia che ha portato a fallimenti bancari, ad una fortissima contrazione del credito e ad una recessione di portata simile a quella della Grande Depressione.

83 Fra i vari autori si veda in particolare, GORTON, *The Panic of 2007*, e *The Subprime Panic*, Yale Working Paper, 2008, NADALUD, SHERLUNG, *The Role of Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, mimeo, 2009.

84 Cfr. GORTON, *Question and Answers About the Financial Crisis – Prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission*, mimeo, 2010.

85 ACHARYA, RICHARDSON, *Causes of the Financial Crisis*, Critical Review, 2009.

86 GORTON, *The Panic of 2007*, cit.

87 GORTON, METRICK, *Securitized Banking and the Run on Repo*, Yale Working Paper, 2010.

L'innovazione finanziaria, lo sviluppo delle cartolarizzazioni e dei derivati sul rischio di credito sono dunque responsabili, in primo luogo, di avere amplificato l'espansione creditizia che ha determinato la bolla immobiliare.

In secondo luogo, le cartolarizzazioni e i derivati creditizi hanno amplificato la crisi di fiducia conseguente allo scoppio della bolla, per effetto della difficoltà di rilevazione della distribuzione dei rischi legata alla loro opacità e complessità di valutazione.

In terzo luogo, tali strumenti hanno reso l'intero sistema molto più interconnesso e interdipendente, attraverso una moltiplicazione di canali di collegamento tra intermediari di natura istituzionale molto diversa: dipendenza da elevati *leverage* da *repo* garantiti da cartolarizzazioni; cartolarizzazione di attivi creditizi (ABS) e proliferazione strumenti finanziari sempre più complessi e difficili da valutare (come i c.d. 'cloni' CDO – *collateralized debt obligation*), assicurazione incrociata dei rischi di credito (CDS)⁸⁸; dilatazione quantitativa delle transazioni finanziarie e straordinario aumento della loro complessità tecnica, cui si è accompagnata anche una crescente omogeneità dei comportamenti e della struttura di bilancio degli intermediari e una più densa connessione tra tutti i segmenti del sistema finanziario, anche tra quelli tradizionalmente più lontani⁸⁹.

In sintesi, seppure già nel 1929 si fosse assistito ad una crisi dell'intero sistema finanziario mondiale⁹⁰, gli eventi del 2007 hanno messo a fuoco il ruolo specifico dell'innovazione finanziaria e dei derivati nell'esasperare l'intensità delle conseguenze legate allo scoppio della bolla immobiliare.

Riassumendo e sintetizzando quanto appena illustrato, in primo luogo, l'innovazione finanziaria e i derivati hanno contribuito all'espansione del credito che ha creato la bolla immobiliare. In secondo luogo, hanno amplificato gli effetti sistemici derivanti dal scoppio della bolla perché: *i*) hanno aumentato la crisi di fiducia, per effetto della maggiore opacità e difficoltà di rilevazione dell'effettiva esposizione ai rischi dei partecipanti al mercato; *ii*) hanno aumentato l'interconnessione fra i diversi comparti del sistema finanziario e quindi hanno aumentato la velocità e l'intensità di propagazione di *shock* sistemici.

88 Una parte della dottrina ritiene che la presenza di mercati sui quali è possibile liquidare le posizioni in derivati creditizi possa innescare un effetto contagio che passa attraverso l'impatto sui prezzi delle attività finanziarie (cfr. per tutti F. ALLEN, *Credit Risk Transfer, Fragility and Contagion*, University of Pennsylvania, working paper, 2005). Altra parte della dottrina invece ritiene che la crescita del rischio sistemico deriverebbe dal fatto che la possibilità per le banche di utilizzare tecniche e strumenti di trasferimento del rischio di credito quali sono i derivati creditizi, determina una loro maggiore propensione assumere attività rischiose (cfr. per tutti: W. WAGNER, *Credit Derivatives, the Liquidity of Bank Assets and Bank Stability*, University of Cambridge, working paper, 2005).

89 Per una più approfondita analisi dell'evoluzione, dello sviluppo e delle caratteristiche dei mercati finanziari si vedano, per tutti: THE HIGH LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (chaired by J. De Larosière), *Report*, 25 febbraio 2009; AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets*, Cambridge University Press, 2012; MISHKIN, EAKINS, *Financial Markets and Institutions*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 7th Edition, 2011; VALDEZ, MOLYNEUX, *An Introduction to Global Financial Markets*, London, Palgrave, 6th edition, 2010; PILBEAN, *Finance and Financial Markets*, London, Palgrave, 3rd edition, 2010.

90 Iniziata con la corsa agli sportelli da parte dei depositanti (*deposit run*) e che aveva successivamente determinato numerosi fallimenti bancari a catena indotti dall'impossibilità di fare fronte con le proprie riserve a deflussi di liquidità massicci e concentrati nel tempo.

3.2 L'innovazione finanziaria e la vigilanza macro-prudenziale

In definitiva, sembra corretto affermare che proprio il ruolo giocato dall'innovazione finanziaria e dai derivati nella crisi del 2007 ha contribuito in maniera decisiva a fare emergere a livello globale la necessità di adottare un nuovo approccio alla supervisione finanziaria, fondato sul presidio dei rischi sistemici, ossia degli *shock* esogeni suscettibili di avere un rilevante impatto trasversale su tutto il sistema finanziario anche per le funzioni di reazione omogenee che innescano in tutti i partecipanti al mercato.

La crisi del 2007, infatti, ha mostrato come comportamenti dei singoli operatori pur se legittimi e perfettamente razionali a livello *micro* – come pure, eventualmente, interventi dell'autorità funzionali alla stabilità di un singolo soggetto – possono, tuttavia, risultare destabilizzanti a livello *macro* e possono contribuire ad amplificare l'effetto di uno *shock* sistemico⁹¹.

Queste riflessioni hanno portato ad una revisione dell'intero impianto concettuale della regolamentazione, inserendo all'interno del suo perimetro obiettivi e strumenti di politiche di vigilanza macro-prudenziali.

Mentre la prospettiva micro-prudenziale (che ha dominato sino alla crisi) ha come obiettivo ultimo la protezione del consumatore, nelle sue diverse accezioni (depositante, investitore, ecc.) e si incardina sulla vigilanza sulla stabilità del singolo intermediario e sulla trasparenza e la correttezza dei suoi comportamenti, la prospettiva macro-prudenziale si pone come obiettivo quello di evitare che crisi finanziarie abbiano impatti negativi sulla crescita economica e sui conti pubblici⁹².

L'obiettivo ultimo delle politiche macro-prudenziali consiste nella gestione o la prevenzione dell'accumulazione dei rischi finanziari di natura sistemica⁹³ al fine di *"contribuire alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, anche attraverso il rafforzamento della capacità di tenuta del sistema finanziario e la*

91 Per un'illustrazione più approfondita di questa tesi si veda BRUNNERMAIER, CROCKETT, GOODHART, PERSUAD, SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009 e SHLEIFER, VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, 2011.

92 In questi termini si è, infatti, espressa anche nel 2009 una Commissione di esperti nominata dal Presidente delle Nazioni Unite e presieduta da Joseph E. Stiglitz secondo cui "micro-prudential regulation, geared towards consumer protection, should apply to all financial institutions, with particular attention given to protection of unsophisticated 'vulnerable' consumers. Macro-prudential regulation should be focused on key components of systemic risk: leverage, the failure of large, inter-connected institutions, and systemically important behavior and instruments and their interactions with the economic cycle. (...) Macro-prudential aims at reducing the pro-cyclicality of finance and its effects on the real economy. It does so by explicitly incorporating the effects of macroeconomic variables (growth, exchange rate and interest rate movements) on financial risk, avoiding in particular the accumulation of systemic risks and changing crucial regulatory variables in a counter-cyclical fashion to discourage lending booms and prevent credit crunches" (*Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations, 21 September 2009; nello stesso Rapporto a pp. 61 e 62 si legge anche che "instruments should be regulated where their use might be harmful to vulnerable consumers or pose systemic risks to the economy or to the taxpayer. This could be achieved through a Financial Products Safety Commission to ascertain the safety and appropriate use of various financial instruments and practices for retail consumers. Alternatively, governments could create, within their existing regulatory structures, corresponding bodies that focus on consumer protection".

93 INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Macro-prudential Policy: An Organizational Framework*, Marzo 2011.

*riduzione dell'insorgenza di rischi sistemici, garantendo così un apporto sostenibile del settore finanziario alla crescita economica*⁹⁴.

Tuttavia, queste definizioni scontano il fatto che quello di rischio sistemico⁹⁵ è un concetto ambiguo che pone problemi soprattutto per ciò che riguarda i metodi di rilevazione e misurazione⁹⁶.

Alla luce del loro obiettivo ultimo, le politiche macro-prudenziali implicano un approccio necessariamente trasversale focalizzato sull'analisi delle interazioni tra istituzioni finanziarie, infrastrutture di mercato ed economia reale⁹⁷.

Anche gli strumenti concretamente attivabili per realizzare obiettivi macro-prudenziali non sono sempre chiari o nettamente distinguibili da quelli attivabili per altre finalità di vigilanza⁹⁸.

Il nuovo approccio alla regolamentazione macro-prudenziale fa leva tanto sull'adattamento di tipiche regole micro-prudenziali sui requisiti patrimoniali delle banche verso obiettivi finalizzati a mitigare rischi sistemici⁹⁹, quanto sull'utilizzo, sempre in chiave macro-prudenziale, di nuove regole di trasparenza e correttezza e di limitazione dell'autonomia privata.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, importanti strumenti macro-prudenziali sono stati introdotti con le nuove regole di Basilea III, recepite in Europa con la Direttiva CRD4 e il relativo Regolamento CRR (cui si aggiungerà il Regolamento Europeo *sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'UE*). In particolare, lo strumento principale è rappresentato da un *buffer* patrimoniale aggiuntivo con funzione di cosiddetta riserva anticiclica. Nelle fasi positive del ciclo la riserva dovrebbe essere aumentata per scongiurare una eccessiva espansione

94 ESRB, Recommendation of april 4, 2013, on intermediate objectives and instruments of macroprudential policy, ESRB/2013/1, in Official Journal of European Union, 5 June, 2013.

95 Una definizione di rischio sistemico è contenuta nel Considerando n. 15 del Regolamento istitutivo dell'ESMA [Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati)]: "Sulla scorta dei lavori degli organismi internazionali, il rischio sistemico dovrebbe essere definito come un rischio di perturbazione all'interno del sistema finanziario, potenzialmente in grado di produrre conseguenze negative gravi per il mercato interno e l'economia reale. In una certa misura, tutti i tipi di intermediari, infrastrutture e mercati finanziari possono rivestire un'importanza potenzialmente sistemica". Cfr. anche SCHWARCZ, *Systemic Risk*, Georgetown Law Journal, 2008, p. 193.

96 Cfr. ANGELINI, Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 2015. Sul tema si veda anche CROCKET, *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, Remarks by, General Manager of the Bank of International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 settembre 2000; BORIO, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank of International Settlements, 22 giugno 2010; HALDANE, *Macroprudential policies. When and how to use them*, IMF re-thinking macro Policy II Conference, First Step and Early Lessons, 16-17 aprile 2013.

97 Cfr. Committee on the Global Financial System – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38, 2010).

98 Cfr. ANGELINI, op. cit.

99 Committee on the Global Financial System – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, 2010, cit.; id., *Operationalising the selection and application of macroprudential instruments*, CGFS Paper n. 38, December 2012.

del credito e la creazione di bolle, mentre in fasi di crisi dovrebbe essere ridotta per mitigare gli effetti negativi di una stretta creditizia.

Altri strumenti utilizzabili in chiave macro-prudenziale sono i *buffer* di capitale aggiuntivi per le banche di rilevanza sistemica, i *buffer* specifici per il rischio sistemico, ponderazioni aggiuntive per l'esposizione al rischio immobiliare, per i derivati non compensati tramite controparti centrali, maggiori limiti di concentrazione alle grandi esposizioni¹⁰⁰.

Per ciò che riguarda il secondo aspetto, le regole macro-prudenziali muovono principalmente dalla necessità di disciplinare il settore dell'innovazione finanziaria e dei derivati e fanno leva su strumenti di trasparenza e correttezza ovvero di limitazione dell'autonomia privata (segnalazione alle *trade repositories*, *clearing* e *trading obligation*, standardizzazione dei contratti, *product governance* e *product intervention*, divieto di assumere posizioni corte), che saranno illustrati in dettaglio nel prossimo paragrafo e che, per alcuni importanti aspetti (segnalazioni, *clearing* e *trading obligation*) riguardano soggetti (le controparti non finanziarie) in precedenza escluse dalla vigilanza finanziaria.

Al di là della discussione sugli obiettivi e gli strumenti, l'effettiva implementazione del nuovo approccio di regolamentazione macro-prudenziale ha richiesto un profondo riassetto nell'architettura istituzionale dei sistemi di vigilanza in tutti i principali Paesi avanzati, basato sulla creazione di nuove Autorità specificamente preposte al presidio dei rischi sistemici ovvero sulla allocazione di tali nuove responsabilità in capo ad Autorità preesistenti¹⁰¹.

Nel marzo del 2008 il Tesoro americano, nel report *The Department of Treasury Blueprint for a modernized financial regulatory structure* (c.d. Paulson Report), propose la ridefinizione dell'architettura della vigilanza sui mercati finanziari distinguendo nettamente tra obiettivi di micro e di macro stabilità¹⁰². Da esso emerge l'idea di attribuire alla Banca centrale (la Federal Reserve), responsabile della politica monetaria nazionale, la supervisione sulla macro-stabilità¹⁰³ e, al tempo stesso, di sottrarre alla stessa i poteri di vigilanza micro prudenziale per affidarli ad un organismo *ad hoc* (il *Prudential Financial Regulator*), nonché di attribuire la vigilanza sulla

100 Cfr. ANGELINI, *op. cit.* L'Autore nota che, per ciò che riguarda l'Europa, si tratta di strumenti la cui implementazione a livello domestico è rimessa alla discrezionalità degli Stati Membri, e quindi sono attivabili in via opzionale.

101 Si veda IMF, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, marzo 2011, consultabile all'indirizzo web: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>.

102 Rapporto che ha poi determinato la pubblicazione di un secondo documento che includeva la proposta di riforma intitolato *Financial Regulatory Reform a New Foundation, Rebuilding Financial Supervision and Regulation* (c.d. Geithner's proposal") del luglio 2009, disponibile all'indirizzo web: http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf.

103 Secondo il citato *The Department of Treasury Blueprint for a modernized financial regulatory structure* (consultabile all'indirizzo <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>) "The market stability regulator should be responsible for overall conditions of financial market stability that could impact the real economy. The Federal Reserve should assume this role in the optimal framework given its traditional central bank role of promoting overall macroeconomic stability. A primary function of the Federal Reserve's market stability role should continue through traditional channels of implementing monetary policy and providing liquidity to the financial system, p. 144.

correttezza e trasparenza dei comportamenti ad un terzo organismo (il *Business Conduct Regulator*)¹⁰⁴.

Tuttavia, le soluzioni attuate con il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act¹⁰⁵ del luglio 2010 si discostano significativamente da questa impostazione. Gli USA hanno scelto di assegnare ad un nuovo organismo, il Financial Stability Oversight Council (FSOC) presieduto dal Secretary of the Treasury e cui partecipano i vertici di tutti i *federal financial regulators* (FED, Comptroller of the Currency, SEC, Consumer Financial Protection Bureau, Federal Deposit Insurance Corporation, Commodity Futures Trading Commission, ecc.), la responsabilità per il monitoraggio dei rischi sistemici. Al tempo stesso il mandato di vigilanza del Federal Reserve Board quale "*Unified Prudential Regulator*" viene esteso anche alle imprese di assicurazione e alle istituzioni finanziarie non bancarie aventi rilevanza sistemica¹⁰⁶.

Viceversa, nel Regno Unito le responsabilità di presidio dei rischi sistemici¹⁰⁷ e di vigilanza macro-prudenziale¹⁰⁸ vengono affidate alla Banca centrale, mentre la Financial Services Authority (FSA), in passato cosiddetto "regolatore unico" con compiti di vigilanza micro-prudenziale e di vigilanza su trasparenza e correttezza, viene sostituita da due nuovi regolatori: uno responsabile della supervisione micro-prudenziale (Prudential Regulation Authority) e l'altro per la protezione degli investitori e le condotte di mercato (Financial Conduct Authority).

Anche in Europa, a valle delle riflessioni effettuate da un Gruppo di esperti di alto livello nominati dalla Commissione Europea e trasfusi nel c.d. "De Larosiere Report" del 25 febbraio 2009, si ha una profonda riforma degli assetti di vigilanza che però segue il modello USA basato sulla creazione di una nuova Autorità con responsabilità sui rischi sistemici¹⁰⁹. Infatti, con il Regolamento n. 1092/2010 del 24 novembre 2010 è stato istituito l'*European Systemic Risk Board* (ESRB), ossia una nuova

104 DI NOIA, MiFID e Autorità di vigilanza, in L. Frediani - V. Santoro, L'attuazione della Direttiva MiFID - Studi di diritto e legislazione bancaria, Milano, 2009, p. 236.

105 Consultabile in: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

106 Negli Stati Uniti un ruolo importante è stato attribuito alla Banca centrale, ossia alla Federal Reserve - FED quale regolatore maggiormente vicino alla politica monetaria e capace di utilizzare la leva della liquidità in situazioni di grande stress del sistema finanziario. La FED, inoltre, utilizzando i dati raccolti dai partecipanti al mercato, dovrebbe essere in grado anche di identificare le grandi esposizioni in derivati e la concentrazione delle vulnerabilità sistemiche nel sistema. Viceversa la SEC (Securities and Exchange Commission) e la CFTC (Commodities and Futures Trading Commission) hanno come missione quella di proteggere gli investitori e di garantire il corretto funzionamento dei mercati.

107 La Banca d'Inghilterra ha già avviato politiche macroprudenziali. Cfr. Bank of England, *Instruments of macroprudential policy*, Discussion Paper, December, 2012; Bank of England, *The financial policy committee's powers to supplement capital requirements. A draft policy statement*, January, 2013.

108 Cfr HM Treasury, *A New Approach to Financial Regulation: The Blueprint for Reform*, Cm 8083, giugno 2011.

109 Il dibattito dottrinale si è incentrato principalmente sui possibili conflitti di interessi che potrebbero nascere tra la politica monetaria e la politica macroprudenziale e, conseguentemente, sulla preferibilità dell'ipotesi di istituire una nuova autorità (una super-agenzia) ovvero di attribuire la politica macroprudenziale alla stessa banca centrale (ovvero ad essa unitamente alle autorità di vigilanza già esistenti). Sul tema si vedano: DAVIS, KARIM, *Macroprudential regulation. The missing policy pillar*, Keynote address at the 6th Euroframe Conference on Economic Policy issues in the European Union, 12 giugno 2009.

Autorità con il compito specifico di supervisione dei rischi sistemici e di vigilanza macro-prudenziale¹¹⁰.

3.3 La regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati dopo il 2007

Come in precedenza anticipato, e per le ragioni prima espote, il profondo ripensamento dell'assetto regolamentare del sistema finanziario ha preso le mosse, almeno in una fase iniziale, principalmente dal settore dell'innovazione finanziaria e degli strumenti derivati¹¹¹.

Le prime riflessioni sulle esigenze di riforma furono avviate nel G20 di Londra del 2 aprile 2009. Successivamente, con il G20 di Pittsburgh del 24-25 settembre 2009 si arrivano a formulare precise indicazioni di *policy* per i regolatori proprio in materia di derivati¹¹².

Pur non disconoscendo la funzione positiva che i derivati possono svolgere nel consentire una migliore e più efficiente riallocazione dei rischi, nel G20 di Pittsburgh i Governi sembrano prendere piena consapevolezza del ruolo centrale dei derivati nell'amplificare l'impatto della crisi del 2007 proprio per i motivi prima esposti (amplificazione dell'effetto leva e dell'espansione creditizia; aumento dell'interconnessione tra i partecipanti al mercato e tra mercati, ossia dimensione globale del mercato); opacità nei meccanismi di riallocazione e trasformazione dei

110 All'ESRB si è affiancato un pilastro micro-prudenziale della vigilanza europea costituito dall'European System of Financial Supervision - ESFS), che si compone di tre nuove Autorità europee di vigilanza (l'European Banking Authority - EBA, l'European Securities and Markets Authority - ESMA e l'European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA), di un Joint Committee delle tre Autorità nonché delle singole Autorità di vigilanza nazionali. Per una analisi di questa normativa e del dibattito che la ha preceduta si rinvia a: ANGELINI, *Macroprudential policies: a discussion of the main issues*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 271, giugno 2015; LAMANDINI, *I regolamenti europei istitutivi del Comitato per il rischio sistemico e delle Autorità europee di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari e mercati*, in *Nuove Leggi Civili comm.*, 2012, 2, p. 211 e ss; *Id.*, *Towards a New Architecture for European banking Supervision*, in *ECL*, 1, 2009, p. 6; *Id.*, *When more Is Needed: the European Financial Supervision Reform and Its Legal basis*, in *ECL*, 5, 2009, p. 197; WYMEERSCH, *Europe's New Financial Regulatory Bodies, working paper* disponibile su SSRN ed in *Journal of Corporate Law Studies*, 2011, Vol 11; ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto de Larosiere: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, vol. 65, fasc. 10, 2009; D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, p. 109.

111 In qualche modo anticipata in Europa dal citato Rapporto De Larosiere e dalla successiva Comunicazione della Commissione Europea "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi", COM(2009)332 del luglio 2009 e, in qualche modo, negli Stati Uniti dal Regolamento della SEC (SEC S-K) che, a seguito del fallimento della società Orange County's del 1994, aveva imposto alle società emittenti nazionali e straniere di trasmettere informazioni di tipo quantitativo circa l'esposizione in derivati tramite un prospetto denominato Itea 305 (e Item 9-A Form 20-F per gli emittenti stranieri). A livello internazionale ma privatistico, invece, la riforma era stata anticipata da talune proposte in tema di trasparenza dei derivati della Transatlantic Coalition on Financial Regulation ossia da una organizzazione che comprende: ABA Securities Association (ABASA), Association of Financial Markets in Europe (AFME), Bankers' Association for Finance and Trade (BAFT), British Bankers Association (BBA), Futures Industry Association (FIA), Futures and Options Association (FOA), International Capital Market Association (ICMA), Investment Industry Association of Canada (IIAC), International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), Swiss Bankers Association (SBA) e l'European Banking Federation (EBF) (come osservatore).

112 Sul tema si veda: BRUMMER, *Soft Law and The Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, New York, Cambridge University Press, 2012 e NORTON, "NIFA-II" or "Bretton Wood-II?": The G-20 (Leaders) Summit Process on Managing Global Financial Markets and The World Economy - Quo Vadis?, in *Journal of Banking Regulation*, 2010, p. 261-301. Successivamente il G20 di Seul (del novembre 2010) incaricò la IOSCO di lavorare di implementare l'integrità, l'efficienza e la trasparenza dei mercati sui derivati in commodity (sia quotati che OTC).

rischi; enorme aumento del volume delle transazioni aventi ad oggetto i rischi finanziari; mancanza di trasparenza per la preponderante concentrazione degli scambi fuori dai mercati regolamentati, ossia nei mercati *over-the-counter*) e indicano cinque principi fondamentali per ridisegnare a livello globale la regolamentazione dei derivati:

- a) aumento della standardizzazione dei derivati OTC;
- b) segnalazione delle operazioni in derivati ai cosiddetti "repertori di dati sulle negoziazioni" (*trade repositories*);
- c) obbligo di compensare le transazioni in derivati standardizzati presso una controparte centrale (*Central Counterparty Clearing House - CCP*)¹¹³;
- d) obbligo di utilizzo di sedi di negoziazione trasparenti per le transazioni in derivati standardizzati e liquidi;
- e) aumento dei requisiti patrimoniali per i derivati non compensati da controparti centrali (*uncleared*)¹¹⁴.

Negli anni successivi queste indicazioni sono state poi recepite dai regolatori dei maggior paesi ad economia avanzata¹¹⁵.

Una delle questioni centrali che è alla base del principio di cui al punto b), relativa alla segnalazione delle operazioni in derivati alle *trade repositories*, riguarda

113 Sull'importanza sistemica delle Controparti Centrali si vedano per tutti: HERMANS, MCGOLDRICK, SCHMIEDEL, *Central Counterparties and Systemic Risk*, ESRB Macro-prudential commentaries, n. 6 novembre 2013, consultabile all'indirizzo https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/commentaries/ESRB_commentary_1311.pdf?d95e9c6fe9c2fe91643ea4dd7c824bf3, nonché BASSAN – MOTTURA, *From Saviour to Guarantor*, Londra, 2015, Cap. 9, p. 85 e ss.

114 La Dichiarazione dei Leaders del G20 a valle dell'incontro di Pittsburgh fu la seguente: "Al massimo entro la fine del 2012 tutti i contratti di derivati OTC standardizzati dovranno essere negoziati in borsa o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali. I contratti di derivati OTC devono essere notificati ai repertori di dati sulle negoziazioni. I contratti non compensati a livello centrale devono rispettare requisiti patrimoniali più elevati. Si chiede al FSB e ai suoi membri di controllare regolarmente l'attuazione di queste misure e di valutare se sono sufficienti per migliorare la trasparenza nei mercati dei derivati, attenuare il rischio sistemico e tutelare dagli abusi di mercato". Nel giugno 2010 i *leader* del G20 riuniti a Toronto riaffermarono tale impegno vincolandosi anche reciprocamente ad accelerare l'applicazione di misure forti per accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare dei contratti derivati OTC in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria.

115 Hanno introdotto riforme i seguenti Paesi: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Messico, Russia, Repubblica della Corea, Singapore, Stati Uniti d'America, Sud Africa, Svizzera, Turchia e i Paesi dell'Unione Europea. Negli Stati Uniti la riforma dei derivati OTC è contenuta nel Dodd-Frank Act al Titolo VII (rubricato "*Wall Street Transparency and Accountability*"), Sezioni 701-774 che ha sostituito l'impianto normativo creato dopo la grande crisi del 1929, ossia il Securities and Exchange Act del 1934 (che creò le norme federali del mercato mobiliare nonché la Securities and Exchange Commission - SEC) e il Commodity Exchange Act del 1936 (che creò la regolamentazione dei futures su commodities agricole nonché la Commodities and Futures Trading Commission CFTC). Il Dodd-Frank Act ha sottoposto a regolamentazione (anche prudenziale) tutti i *market players* in derivati (tra cui gli *swap dealers*). Il Dodd-Frank Act, tra le altre cose, ha sottoposto a regolamentazione tutti i tipi di contratti derivati OTC, di *dealers* in derivati nonché i maggiori partecipanti del mercato ponendoli tutti sotto un medesimo regime giuridico. In precedenza, infatti, nonostante potessero avere la medesima funzione economica, taluni derivati erano disciplinati dalla SEC mentre altri dalla CFTC, mentre altri, infine, non erano affatto regolati. In particolare chi commercia professionalmente in derivati o detiene importanti posizioni in derivati è stato posto sotto un controllo federale ed è stato obbligato a registrarsi presso la CFTC (o presso la SEC se i derivati sono anche prodotti finanziari).

la scarsa disponibilità di dati puntuali da parte delle Autorità di vigilanza sul fenomeno dei derivati e sull'esposizione dei singoli operatori a tali strumenti.

Infatti, le statistiche aggregate pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali sul valore nozionale dei derivati (illustrate nel precedente par. 1) non forniscono un'indicazione circa l'entità effettiva dei rischi riallocati nel sistema tramite questi contratti, né tanto meno l'esposizione dei singoli intermediari verso tali strumenti.

Infatti, poiché generalmente le parti di un contratto derivato OTC "chiudono" la relativa posizione prima della scadenza stipulando contratti di segno opposto, ciò implica che, in un dato istante, a fronte di una molteplicità di operatori "pareggiati" solo pochi detengono posizioni in derivati "non pareggiate". E' anche frequente che, in relazione a determinate tipologie di derivati, vi siano pochi grandi operatori che fungono da *market maker* che hanno posizioni sempre tendenzialmente pareggiate e che si interpongono fra moltissimi "utenti finali" con posizioni non pareggiate.

Benché il dato sul valore nozionale dei derivati non esprima l'entità dei rischi riallocati nel sistema, esso può essere indicativo a livello aggregato dei rischi di natura sistemica che il mercato può generare. Infatti, l'insolvenza di un operatore all'interno della "catena" di operatori "pareggiati" che si interpongono fra le due controparti finali "non pareggiate" del contratto (ovvero l'insolvenza di un grande operatore che funge da *market maker*) può trasmettersi lungo tutta la "catena" e avere un impatto sull'intero sistema finanziario anche a causa dell'opacità che caratterizza le esposizioni individuali in derivati OTC che si ripercuote negativamente sulla fiducia generale esistente tra operatori.

La BRI pubblica anche statistiche aggregate sul valore "lordo" di mercato dei derivati, per tale intendendosi il costo di rimpiazzo o di chiusura dei contratti alla data della rilevazione statistica¹¹⁶, che tuttavia differisce in maniera significativa da quello sul valore nozionale.

Ad esempio, a fronte di un valore nozionale di 552 mila miliardi di dollari americani (USD), il valore di mercato "lordo" dei derivati OTC in essere a giugno 2015 su tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci era pari a circa 15 mila miliardi di dollari, ossia circa il 3% del nozionale. Anche per i CDS il valore di mercato era pari a circa il 3% del nozionale.

La carenza di dati *micro* di dettaglio e affidabili sul mercato dei derivati, tali da consentire alle Autorità di valutare sia le implicazioni di tali strumenti per i rischi sistemici sia l'esposizione di singoli operatori ai rischi legati alle posizioni in derivati, ha quindi indotto il G20 di Pittsburgh a introdurre, in primo luogo, un meccanismo di segnalazioni delle singole operazioni in derivati a soggetti regolamentati (le *trade*

116 Il valore di mercato di un contratto derivato calcolato come "costo di rimpiazzo" esprime il valore attuale dei pagamenti che, ad una certa data e in base alle correnti condizioni di mercato e a modelli di simulazione standard, si può stimare che il contratto generi. Un valore di mercato negativo per una controparte implica un simmetrico valore positivo per l'altra controparte. Si tratta di un valore che risente unicamente dell'andamento dei parametri finanziari sottostanti al contratto.

repositories) dai quali le Autorità potessero attingere informazioni funzionali alle proprie esigenze conoscitive.

In definitiva, i principi indicati dal G20 di Pittsburgh mirano chiaramente ad introdurre nella regolamentazione finalità di prevenzione e gestione dei rischi sistemici collegati all'uso dei derivati fondati in primo luogo su di un aumento del grado di conoscibilità del fenomeno, oltre che su meccanismi volti ad aumentare l'efficienza del mercato e a valorizzare la funzione segnaletica dei prezzi¹¹⁷.

Più in generale, i principi sull'obbligo di *clearing* dei derivati e di loro negoziazione su mercati trasparenti, così come quello della segnalazione alle *trade repositories*, rispondono prevalentemente ad obiettivi di gestione e prevenzione dei rischi sistemici, piuttosto che ad obiettivi di tutela degli investitori o di stabilità del singolo intermediario.

Quindi, come prima argomentato, si può dire che proprio le criticità sollevate dai derivati sono state all'origine della nascita di una sensibilità completamente nuova in materia di regolamentazione finanziaria e che il tema dei rischi sistemici - inizialmente confinato sul terreno della regolamentazione dei derivati - è invece diventato la questione centrale che investe tutta la revisione delle regole che segue il G20 del 2009 (a distanza di circa 2 anni dalla crisi con il *default* di Lehman Brothers), fino a incidere sull'architettura stessa del sistema istituzionale delle Autorità di vigilanza.

Anche in Europa, la regolamentazione introdotta in materia di derivati OTC¹¹⁸ a valle delle raccomandazioni del G20 di Pittsburgh riflette finalità di conte-

117 Sul tema si veda: FINANCIAL STABILITY BOARD, *OTC Derivatives Market Reforms – Ninth Progress Report on Implementation*, 24 luglio 2015 (consultabile all'indirizzo web: <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/OTC-Derivatives-Ninth-July-2015-Progress-Report.pdf>), CESR, *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, 10 luglio 2009 (consultabile all'indirizzo web http://www.esma.europa.eu/system/files/09_348.pdf), nonché FERRARINI, SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, *Journal of Corporate Law Studies*, 13(2), 2013, pp. 319-359; DUFFIE – LI – LUBKE, *Policy perspective on OTC derivatives market infrastructure*, Federal Reserve Bank of New York staff reports, 2010, Research Paper no. 2046; KRIPPEL, *Regulatory overhaul of the OTC derivatives market: the costs, risks and politics*, SSRN, 2011; BRI, 79° Relazione Annuale, cap. VII, *I rischi e le opportunità: verso un sistema finanziario a prova di crisi*, 2009 consultabile all'indirizzo web http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_7_it.pdf. Per un'analisi delle stesse tematiche dal punto di vista degli interessi privatistici ed in Europa si veda: FERRARINI, MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, 13, p. 557; ROMANO, *La riforma dei derivati "OTC" negli USA: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, in *Riv.dir.com.*, 2011, p. 137 e ss.. Per un confronto tra le iniziative adottate negli Stati Uniti ed in Europa in materia di regolamentazione dei mercati dei derivati OTC si veda: ISDA – CLIFFORD Et CHANCE, *Regulation of OTC derivatives markets - A comparison of EU and US initiatives*, settembre 2012, consultabile al sito web <https://www2.isda.org/functional-areas/public-policy/global/page/2>, nonché BALZOLA, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Dir. Soc.*, 2015, p. 36 e ss. e SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, 2012, p. 407.

118 Si tratta principalmente dei seguenti atti:

1. il Regolamento UE n. 648/2012 del 4 luglio 2012 "sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repository di dati sulle negoziazioni" (Regolamento EMIR) entrato in vigore ad agosto 2012 - Regolamento);
2. la Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 "relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE" (Direttiva MiFID II) e il Regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014 "sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012" (Regolamento MiFIR).

nimento del rischio sistemico, con interventi che incidono sulle varie fasi della "vita" del derivato¹¹⁹.

Volendo qui prendere in considerazione la disciplina che regola oggi la vita dei derivati (disciplina per molti aspetti applicabile anche a tutti gli altri prodotti finanziari), nella fase genetica degli stessi, le raccomandazioni del *Financial Stability Board*, che hanno ulteriormente declinato i principi fissati dal G20 di Pittsburgh¹²⁰, richiedono in linea generale agli intermediari e alle autorità di vigilanza di favorire al massimo il processo di standardizzazione quale premessa logica e giuridica per la concentrazione degli scambi su *trading venues* trasparenti (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione) e per favorire un più corretto processo di formazione dei prezzi.

Sempre nella fase genetica dei prodotti derivati (ossia nella fase di loro ideazione finalizzata alla successiva distribuzione), la Direttiva 2014/65/UE "relativa ai mercati degli strumenti finanziari" (Direttiva MiFID II) impone agli intermediari l'implementazione di regole organizzative¹²¹, di condotta e di trasparenza¹²² - c.d.

3. il Documento di Consultazione della Commissione Europea per la revisione della Direttiva UCITS (Direttiva 2009/65/EU) del 26 Luglio 2012 (c.d. UCITS VI);
4. il Regolamento n. 236/2012 del 14 marzo 2012, "relative alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*)"
5. la Direttiva 2013/36/EU del 26 giugno 2013 "sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE" (Direttiva CRD IV) e il Regolamento n. 575/2013 del 26 giugno 2013 "relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012" (Regolamento CRR);
6. la Direttiva n. 57/2014 del 16 aprile 2014, "relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato" (Direttiva sugli abusi di mercato) e il Regolamento n. 596/2014 del 16 aprile 2014, "relativo agli abusi di mercato (Regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione";
7. la Direttiva n. 59/2014 del 15 maggio 2014 "che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento" (Direttiva BRRD), quadro che va sotto il nome di *Single Resolution Mechanism*.

119 Cfr. Comunicazione della Commissione Europea "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future", COM (2009) 563, Comunicazione della Commissione Europea "Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi", COM (2009) 332, documento di lavoro dei Servizi della Commissione SEC(2009) 905 e Documento di consultazione SEC(2009) 914. In dottrina, per tutti, si veda: FERRARINI, SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, p. 319-359.

120 Secondo il Financial Stability Board (*Implementing OTC derivatives Market Reforms*, 25 ottobre 2010, consultabile all'indirizzo web http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf) "Standardisation is a key condition for central clearing and trading on exchanges or electronic trading platforms, and also helps to facilitate greater market transparency. To promote the G-20's vision for greater use of these safer channels, authorities must ensure that appropriate incentives for market participants to use standardised products are in place. In particular, authorities should counter incentives that market participants may have to use non-standardised products solely to avoid central clearing and trading requirements".

121 Da questo punto di vista particolarmente rilevante risultano le regole fissate dal Considerando n. 54 della Direttiva MiFID secondo il quale "per avere una visione generale e un controllo effettivi delle attività delle imprese di investimento, dei mercati regolamentati e dei fornitori di servizi di comunicazione dei dati, l'organo di gestione dovrebbe essere responsabile, sotto tutti i punti di vista, della strategia globale dell'impresa, tenendo conto dell'attività e del profilo di rischio della stessa. L'organo di gestione dovrebbe assumere chiare responsabilità per tutto il ciclo di attività dell'impresa nei settori dell'individuazione e della definizione degli obiettivi strategici, della strategia in materia di rischi e della governance interna dell'impresa di investimento, dell'approvazione dell'organizzazione interna, anche per quanto concerne i criteri di selezione e di formazione del personale, dell'efficace sorveglianza degli alti dirigenti,

regole di *product governance* – per il perseguimento del miglior interesse del cliente¹²³ e, quindi, necessariamente anche una maggiore 'funzionalizzazione' degli stessi prodotti rispetto agli obiettivi e alle caratteristiche dei clienti. Attraverso il perseguimento di tale interesse (intermedio) si è voluta ridurre la tendenza alla eccessiva ed immotivata creazione di derivati non utili ai clienti e, soprattutto, rischiosi per il sistema.

Le Autorità di vigilanza hanno un ruolo importante in questa fase: esse sono tenute ad attivare le opportune iniziative di *enforcement* per garantire un corretto adempimento degli obblighi previsti dalla normativa ogniqualvolta gli intermediari "produttori" e/o "distributori" di prodotti derivati non operassero nel pieno rispetto delle regole di *product governance* sopra accennate, là dove, tuttavia, il campo di azione dell'attività di *enforcement*, come sarà detto di seguito, si estende ad obiettivi di stabilità sistemica, oltre che di protezione dell'investitore. Al fine di garantire che le decisioni assunte dalle Autorità di vigilanza abbiano un effetto dissuasivo sul grande pubblico, esse dovrebbero di regola essere pubblicate¹²⁴.

Tale tipo di intervento può avere un diverso grado di pervasività (necessita, ad esempio, dalla complessità dei prodotti derivati emessi o dall'esistenza di rilevanti conflitti di interesse) e, laddove gli altri poteri di *enforcement* e di supervisione non siano in grado di eliminare talune criticità legate ai prodotti derivati, può portare sino all'esercizio del potere di c.d. *product intervention*¹²⁵, ossia nel potere¹²⁶ di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di:

- "a) determinati strumenti finanziari (o depositi strutturati) o strumenti finanziari (o depositi strutturati) aventi particolari caratteristiche specifiche,
- b) un tipo di attività o pratica finanziaria" (art. 42, comma 1, Regolamento MIFIR).

della definizione delle strategie globali che regolano l'effettuazione di servizi e di attività, comprese la remunerazione del personale addetto alle vendite e l'approvazione dei nuovi prodotti da distribuire ai clienti".

122 Per un'analisi dei doveri di trasparenza dell'intermediario nella negoziazione di derivati in Germania e nel regno Unito si veda LENER e LUCANTONI, *Misselling derivatives: le posizioni del Bundesgerichtshof e della High Court of Justice in merito ai doveri di trasparenza dell'intermediario nella negoziazione di derivati nella prospettiva della regolamentazione EMIR*, in *Dir. banca e merc.fin.*, 2013, p. 391.

123 Ci si riferisce al dovere dei *manufacturers* di provvedere al *design* dei prodotti derivati in modo tale che gli stessi incontrino le esigenze "*of an identified target market within the relevant category of clients*", assicurando altresì che il prodotto finanziario (derivato) "*is marketed and distributed to clients within the target group*". Le nuove disposizioni della Direttiva MiFID II impongono al *product manufacturer* di implementare misure *ad hoc* che consentano lo svolgimento, in via anticipata ed astratta, di valutazioni circa la compatibilità dei derivati che si intendono costruire con le esigenze finanziarie del potenziale *target market*, allo scopo di prevenire o comunque contenere possibili fenomeni di *mis-selling*. Le stesse norme inoltre obbligano gli intermediari che curano la fase distributiva dei prodotti derivati e di relazione con il cliente (i c.d. *distributors*) di definire le proprie strategie commerciali e di *business* in coerenza con gli specifici bisogni e le caratteristiche degli investitori serviti.

124 Cfr. Considerando n. 146 Direttiva MiFID.

125 Potere previsto e disciplinato dagli artt. 39-42 del Regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento EMIR n. 648/2012 nonché dall'art. 9, comma 5, del Regolamento n. 1095/2010 istitutivo dell'Autorità Europea di vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati.

126 Potere attribuito alle Autorità nazionali competenti in ciascuno Stato Membro e, in via subordinata, all'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e/o all'Autorità Bancaria Europea (EBA).

Tale potere (che per l'Italia segna un significativo mutamento rispetto alla posizione liberista assunta dal legislatore prima con il D.Lgs. 415/1996 e, poi con il TUF del 1998) può essere esercitato tanto in via precauzionale, ossia prima del momento in cui uno strumento finanziario derivato venga commercializzato, distribuito o venduto alla clientela, quanto dopo tale momento, ma sempre quando sussistano timori significativi in merito non solo alla protezione degli investitori, all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari (o dei mercati delle merci), alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario o alla possibilità che un derivato possa avere ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi del mercato sottostante (art. 42, comma 2, Regolamento MIFIR)¹²⁷. Un potere la cui attribuzione testimonia di un ampliamento dell'oggetto della disciplina, che non riguarda più solo lo scambio tra le parti (ed il loro comportamento nell'ambito di questo) ma che si volge a considerare anche i prodotti finanziari in quanto tali (oggetto diretto di regolamentazione e, se del caso, di divieto).

In questo contesto si inserisce anche, in ambito italiano, la Comunicazione Consob n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione da parte degli intermediari di prodotti complessi ai clienti *retail* che recepisce e fa proprie le posizioni assunte in materia dall'Esma¹²⁸. Con la medesima Comunicazione la Consob – richiamando gli intermediari al loro dovere di porre il criterio di coerenza tra i prodotti offerti e i profili della clientela alla base di tutto il processo di intermediazione (dalla progettazione alla distribuzione) – ha esplicitamente sconsigliato agli intermediari di offrire alla clientela *retail* i prodotti finanziari complessi indicati in un apposito elenco e tra i quali figurano: gli strumenti finanziari derivati (di cui all'art. 1, comma 2, lett. da d) a j) del TUF)¹²⁹, le cartolarizzazioni di crediti o di altre attività (es. *Asset Backed Securities*), i prodotti finanziari strutturati non negoziati in *trading venues* e il cui *pay-off* non rende certa l'integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal cliente, i prodotti finanziari *credit linked* (ossia esposti ad un rischio di credito di soggetti terzi) e i prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizio-

127 Lo stesso Regolamento EMIR, agli articoli 40, comma 8, 41, comma 8, e 42, comma 7 ha attribuito alla Commissione Europea il compito di adottare atti per specificare i criteri e i fattori che le Autorità nazionali competenti (nonché l'ESMA e l'EBA) sono tenute a prendere in esame per accertare l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari (o dei mercati delle merci) o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario. Criteri che debbono comunque tener conto de: a) il grado di complessità di uno strumento finanziario (o del deposito strutturato) e la relazione con il tipo di cliente a cui è commercializzato, distribuito o venduto; b) il grado di innovazione dello strumento finanziario (del deposito strutturato, dell'attività o della pratica); c) l'entità o il valore nozionale di una emissione di strumenti (solo da parte dell'ESMA); d) la leva finanziaria che offre lo strumento finanziario (o il deposito strutturato o la pratica); e) il collegamento con il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci, le dimensioni o il valore nozionale dell'emissione di strumenti finanziari o di depositi strutturati.

128 Ci si riferisce in particolare alle Opinion dell'ESMA del 7 febbraio 2014 recante "MiFID practices for firms selling complex products" e del 27 marzo 2014 dal titolo "Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements" consultabili, rispettivamente, ai seguenti indirizzi web: http://www.esma.europa.eu/system/files/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf e http://www.esma.europa.eu/system/files/2014332_esma_opinion_structured_retail_products_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf. Sul tema si veda anche International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Regulation of Retail Structured Products – Final Report, dicembre 2013, consultabile all'indirizzo web: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>.

129 Avendo particolare attenzione a quelli non negoziati in *trading venues* e aventi con finalità diverse da quelle di copertura.

ni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale¹³⁰.

Il Regolamento MiFIR (all'art. 28) e il Regolamento EMIR (all'art. 4), inoltre, prevedono che gli strumenti finanziari derivati – standardizzati secondo criteri fissati dall'ESMA¹³¹, sufficientemente liquidi e rispetto ai quali vi sia la disponibilità di prezzi affidabili – debbano necessariamente essere compensati tramite una controparte centrale autorizzata o riconosciuta ai sensi del regolamento EMIR¹³² (*clearing obligation*), sottoposti alle medesime regole di trasparenza pre- e post-trade già previsti per i prodotti *equity*¹³³, nonché trattati su una *trading venue* (*trading obligation*). Le controparti¹³⁴ di un contratto derivato negoziato su una *trading venue* e le controparti centrali sono inoltre tenute a trasmettere le informazioni relative ai

130 Qualora l'intermediario scelga comunque di discostarsi dalle Raccomandazione Consob sui limiti alla distribuzione dei prodotti ritenuti "non adatti" per i clienti *retail*, la decisione dovrà essere presa, su base motivata, dal vertice aziendale. L'intermediario dovrà informare il cliente circa il fatto che l'Autorità di regolamentazione e di vigilanza ha ritenuto quel prodotto inadeguato alla clientela *retail*.

131 L'articolo 34 del Regolamento MiFIR prevede che l'ESMA pubblici e mantenga sul proprio sito internet un registro che indichi i derivati soggetti all'obbligo di negoziazione sulle *trading venues*. L'articolo 5 del Regolamento EMIR dispone che l'ESMA elabori e presenti alla Commissione Europea progetti di norme tecniche di regolamentazione per la identificazione di classi rilevanti di derivati OTC ai fini della procedura dell'obbligo di compensazione. L'ESMA dal canto suo ha provveduto ad identificare i derivati OTC sottoposti a tale procedura con riferimento alle seguenti *asset classes*: Interest rate, Equity, Credit, e Foreign Exchange (cfr. <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/otc-derivatives-and-clearing-obligation>). A tale riguardo si vedano il regolamento delegato (UE) 2015/2205 della Commissione del 6 agosto 2015, il Final Report (n. 1) dell'ESMA *Draft technical standards on the Clearing Obligation – Interest rate OTC Derivatives additional currencies*, del 10 novembre 2015; il Final Report (n. 3) dell'ESMA *Draft technical standards on the Clearing Obligation – Interest rate OTC Derivatives*, del 1° ottobre 2014; il Final Report (n. 1) dell'ESMA *Draft technical standards on the Clearing Obligation – Credit Derivatives*, del 1° ottobre 2015; il Consultation Paper dell'ESMA *Clearing Obligation under EMIR* (n. 3), del 1° ottobre 2014.

132 Ai sensi dell'art. 2 n. 1 del Regolamento UE n. 648/2012 (Regolamento EMIR) per controparti centrale (*Central Counterparty Clearing House – CCP*) deve intendersi "una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente". Sul tema si vedano LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione Emir sugli strumenti finanziari derivati OTC*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 642 e ss.; TAROLLI, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di Regolamento CE ed i sistemi di controparte centrale*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, p. 758 e PACILEO, *I derivati*, Torino, 2015, p. 38 e ss. Per comprendere l'impatto del *clearing* (compensazione) sul mercato dei derivati bastano due semplici esempi: a) se in un mercato OTC esistono 20 partecipanti alle negoziazioni, le relazioni bilaterali sono in tutto 190 (20x19x0,5); se i 20 partecipanti di questo mercato entrano tutti in un sistema di *clearing* (compensazione) si torna al numero di 20 e si ha una riduzione al 10,5% del numero iniziale (190) di relazioni; b) se invece in un mercato OTC esistono 1000 partecipanti alle negoziazioni le relazioni bilaterali sono 499.500 (1000x999x0,5); se i 1000 partecipanti entrano tutti in un sistema di *clearing* si torna al numero di 1000 e si ha una riduzione al 0,2% del numero iniziale (499.500) di relazioni.

133 Il Considerando 1 del Regolamento MiFIR precisa anche che "per garantire che le negoziazioni effettuate al di fuori di una sede di negoziazione (OTC) non pregiudichino una formazione efficiente del prezzo o la parità delle condizioni di trasparenza tra i mezzi di negoziazione, è opportuno che i requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione siano applicati alle imprese di investimento che effettuino operazioni per conto proprio di strumenti finanziari OTC nella misura in cui operino in veste di internalizzatori sistematici in relazione ad azioni, fondi quotati, certificati di deposito, obbligazioni, strumenti finanziari strutturati e derivati negoziati in una sede di negoziazione e per i quali esiste un mercato liquido".

134 Per controparti si devono intendere ai sensi del regolamento EMIR tanto le controparti finanziarie quanto quelle non finanziarie. Ai sensi dell'art. 2 del Regolamento EMIR sono controparti finanziarie le imprese di investimento autorizzate, le imprese di assicurazione autorizzate, le imprese di riassicurazione autorizzate, gli organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), gli enti pensionistici aziendali o professionali, i fondi di investimento alternativi gestiti da gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA). Sono controparti non finanziarie tutte le controparti che *i)* non sono finanziarie e *ii)* che sono imprenditori (anche piccoli) stabiliti nell'Unione europea. Sia le controparti finanziarie che quelle non finanziarie di cui al citato art. 2 EMIR devono sempre segnalare le operazioni in derivati sia che agiscano in proprio sia che agiscano per conto terzi, sia che operino su *trading venues* sia che operino su mercati OTC.

contratti derivati¹³⁵ che hanno concluso, modificato e/o eseguito ad un repertorio di dati sulle negoziazioni (art. 9 Regolamento EMIR).

Mentre la regola della *trading obligation* (prevista per i derivati ma non anche per i titoli azionari ed obbligazionari non volontariamente quotati dall'emittente o anche solo trattati da un internalizzatore sistematico o da una Multilateral Trading Facilities - MTF) rappresenta una limitazione all'autonomia contrattuale delle parti, in quanto limita la libera scelta del luogo di negoziazione di un contratto volta a dare trasparenza agli scambi di contratti derivati e a rendere applicabile agli stessi la *clearing obligation* finalizzata, quest'ultima, a mitigare il rischio di controparte (ossia il rischio che la propria controparte non adempia alle proprie obbligazioni) tipico delle operazioni bilaterali e di ridurre così, per le ragioni esposte nel primo capitolo, in modo significativo il relativo rischio sistemico¹³⁶. La *clearing obligation* consente, inoltre, alle controparti centrali di monitorare costantemente i rischi finanziari di ciascun partecipante al sistema determinando per ciascuno di essi i margini di garanzia necessari a coprire la relativa esposizione.

L'obbligo di segnalazione¹³⁷ ai *trade repositories* registrati o riconosciuti dall'ESMA risponde, invece, all'obiettivo di creare un *database* che permette alle Autorità di vigilanza di avere un quadro conoscitivo completo e soprattutto tempestivo dell'esposizione dei singoli soggetti ai rischi derivanti dall'operatività in derivati e dell'effettiva riallocazione delle diverse tipologie di rischio all'interno del sistema finanziario nel suo complesso¹³⁸.

Per quanto riguarda i derivati non trattati su *trading venues* trasparenti e non compensati tramite controparte centrale (in quanto non standardizzati o non abbastanza liquidi o privi di informazioni affidabili sui prezzi), le controparti (finanziarie e non), oltre ad avere l'obbligo di segnalazione ai *trade repositories*, sono altresì tenute a: scambiarsi garanzie reciproche, detenere un importo di capitale adeguato e proporzionato per gestire il rischio non coperto da un adeguato scambio di garanzie, valutare giornalmente i prezzi correnti di mercato dei derivati conclusi nonché assicurare che siano messe in atto le disposizioni e procedure opportune per misurare, monitorare e attenuare il rischio operativo e il rischio di credito (art. 11 EMIR).

Il quadro della nuova disciplina comunitaria in materia di derivati si completa con norme relative sia alla valutazione contabile (al *fair value*) dei derivati nei

135 Le principali informazioni richieste dal Regolamento EMIR sono: capitale nozionale, prezzo, *mark to market*, *collateral* eventualmente scambiato, data di regolamento, etc.

136 E' infatti prassi diffusa quella di chiudere i contratti derivati OTC prima della loro scadenza stipulando contratti di segno opposto, creando così una lunga catena di contratti tutti pareggiati ma collegati tra loro e dove il *default* di un solo soggetto rischia di avere un effetto domino su tutta la catena dei soggetti pareggiati.

137 Vale la pena segnalare qui come tra i destinatari del Regolamento EMIR nei cui confronti si applicano tutti i suddetti obblighi assumono particolare rilievo le controparti finanziarie, tra le quali sono ovviamente annoverati gli OICVM, i fondi alternativi e le relative società di gestione.

138 Un obbligo di *reporting* in materia di derivati è stato introdotto nella gran parte dei Paesi ad economia avanzata: negli Stati Uniti dal Dodd Frank Act, in Europa dalla Direttiva EMIR (European Market Infrastructure Regulation), in Giappone dal Financial Instruments and Exchange Act, ad Hong Kong dal Securities and Futures Ordinance, a Singapore dal Securities and Futures Act del 2012, in Australia dal Corporate Legislation Amendment (Derivative transactions) bill 2012, in Canada dal Provincial Securities Laws and proposed Model Provincial rules.

bilanci societari¹³⁹, sia alla trasparenza sulle posizioni corte in azioni e in titoli di Stato e sulla possibilità per le Autorità di vietare l'assunzione di posizioni corte, che pure riflettono in larga misura esigenze di prevenzione e gestione di rischi sistemici. Si tratta di norme, introdotte nel 2012, che investono l'operatività in derivati poiché questi strumenti possono essere utilizzati per assumere posizioni corte, come illustrato nel par.1.2.

In particolare, il Regolamento (UE) n. 236/2012 del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*)¹⁴⁰ ha introdotto (sia in relazione alle *trading venues* che ai mercati OTC) l'obbligo per qualsiasi persona fisica o giuridica di segnalare alle autorità nazionali competenti le posizioni nette 'corte' (include quelle realizzate tramite strumenti derivati) individuali possedute su azioni quotate, quando queste raggiungono la soglia dello 0,2% del capitale sociale dell'emittente (e ad ogni 0,1% al di sopra di tale percentuale), nonché su titoli di Stato, al raggiungimento di determinati controvalori individuati dalla Commissione europea¹⁴¹. Per i titoli azionari, in caso di superamento della soglia dello 0,5% la comunicazione dovrà essere resa anche nei confronti del pubblico.

Il Regolamento prevede, inoltre, il divieto di vendite allo scoperto 'nude' - ossia di vendite allo scoperto di titoli di cui non si ha la proprietà e/o la disponibilità al momento dell'ordine e di cui non ci si è assicurata la disponibilità per una data antecedente al regolamento dell'operazione - su azioni e titoli di Stato e il divieto di assumere posizioni speculative su *credit default swap* (CDS) su emittenti sovrani, ossia di acquistare un CDS senza detenere i titoli sottostanti (cosiddetti CDS "nudi").

Inoltre, il Regolamento attribuisce alle Autorità nazionali il potere di vietare l'assunzione di posizioni corte in azioni e titoli di Stato - quindi anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati - là dove si verificano eventi o sviluppi che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato.

Da ultimo, un discorso a parte merita il tema della disciplina dell'operatività in derivati da parte di imprese non finanziarie dettata dal citato regolamento EMIR (Reg. n. 648/2012).

Il Regolamento EMIR definisce all'art. 2, comma 1, n. 9, come "controparti-non finanziarie" le imprese (di qualsiasi dimensione ed in qualsiasi forma organizzate

139 Si veda in proposito il D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139 che nel recepire la Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni ha modificato gli artt. 2424, 2425 e 2426 del codice civile.

140 Integrato dai Regolamenti delegati (UE) n. 826/2012 del 29 giugno 2012, n. 918/2012 e 919/2012 del 5 luglio 2012 e cui è stata data esecuzione con il Regolamento (UE) n. 827/2012 del 29 giugno 2012.

141 Per il calcolo della posizione corta netta il Regolamento ha dato rilevanza non solo alle azioni o ai titoli di debito sovrani ma anche a qualsiasi altro strumento finanziario la cui performance è collegata (positivamente o negativamente) agli stessi, quali: le operazioni relative a *convertible*, *covered warrant*, *certificate*, indici, panieri di titoli, *exchange traded fund*, strumenti finanziari derivati (sia *physically* che *cash settled*) quali opzioni, *swap*, CDS, *future* o *contract for difference*.

e, quindi, anche le imprese individuali) stabilite nell'Unione europea diverse dalle imprese (controparti) finanziarie¹⁴².

Anche per questi soggetti è previsto l'obbligo di segnalare ad un cosiddetto "repertorio di dati" i contratti derivati conclusi, oltre che le relative modificazioni o estinzioni (al più tardi il giorno lavorativo successivo alla loro conclusione o alla loro modifica o estinzione; cfr. art. 9 Regolamento EMIR rubricato "*Obbligo di segnalazione*").

Inoltre, le imprese non finanziarie che stipulano un contratto derivato OTC non compensato mediante controparte centrale sono tenute, ai sensi dell'art. 11, comma 1, del Regolamento EMIR, ad assicurare con la dovuta diligenza "*che siano messe in atto le disposizioni e le procedure opportune per misurare, monitorare e attenuare il rischio operativo e il rischio di credito di controparte*" secondo le modalità fissate dal medesimo articolo (rubricato "*Tecniche di attenuazione dei rischi dei contratti derivati OTC non compensati mediante CCP*").

Le imprese non finanziarie, infine, hanno l'obbligo di compensare le proprie posizioni in derivati tramite una controparte centrale – ai sensi dell'art. 4, comma 1, del Regolamento EMIR – se la propria posizione complessiva in derivati supera una determinata soglia di rilevanza fissata dai paragrafi 3 e 4 dell'art. 10 del Regolamento EMIR e calcolata tenendo conto delle sole posizioni in derivati (dell'impresa o del gruppo di appartenenza): *i)* aventi una "importanza sistemica" e *ii)* rispetto alle quali non risulta misurabile la capacità degli stessi di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria (per questo si parla delle stesse come di controparti non finanziarie "qualificate").

Ai fini del rispetto di tali disposizioni, la disciplina comunitaria impone a tutte le controparti non finanziarie l'obbligo di verifica che il valore del portafoglio di strumenti derivati OTC non superi la soglia di compensazione (e il connesso obbligo di notificare all'Autorità competente nazionale e all'ESMA l'avvenuto superamento e l'eventuale ritorno nei limiti della suddetta soglia), l'obbligo di distinguere chiaramente i derivati legati alle attività commerciali e di finanziamento di tesoreria dai derivati stipulati per altre finalità e l'obbligo di applicare talune tecniche di mitigazione del rischio con riferimento ai contratti non sottoposti a compensazione mediante controparte centrale¹⁴³.

L'insieme di queste disposizioni consente di effettuare alcune considerazioni.

In primo luogo, il perimetro della vigilanza di natura macro-prudenziale (seppure con riferimento alle sole disposizioni del Regolamento EMIR) si allarga

142 A sua volta l'art. 2, comma 1, n. 8 definisce come *controparte finanziaria* "un'impresa di investimento autorizzata ai sensi della direttiva 2004/39/CE, un ente creditizio autorizzato ai sensi della direttiva 2006/48/CE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 73/239/CEE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2002/83/CE, un'impresa di riassicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2005/68/CE, un OICVM e, se del caso, la sua società di gestione, autorizzata ai sensi della direttiva 2009/65/CE, un ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi dell'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE e un fondo di investimento alternativo gestito da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della direttiva 2011/61/UE".

143 Sul tema generale della compensazione nella circolazione della ricchezza mobiliare si veda, per tutti: OLIVIERI, *Compensazione e circolazione della ricchezza mobiliare*, Roma, 1992.

significativamente, estendendosi anche ad una platea potenzialmente molto vasta di soggetti non finanziari.

In secondo luogo, per quanto riguarda la *clearing obligation* (e verosimilmente anche la contabilizzazione in bilancio dei derivati ai sensi del nuovo testo dell'art. 2426, comma 1, n. 11-*bis*, c.c.)¹⁴⁴, la relativa attività di controllo da parte dei soggetti a ciò tenuti¹⁴⁵ implica una indagine che deve necessariamente avere come dato di partenza la esatta separazione - all'interno di ogni posizione in derivati detenuta da qualsiasi controparte non finanziaria - dei derivati aventi la finalità di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria da quelli aventi finalità diverse (ad esempio dei derivati aventi finalità speculative).

Nell'accertare se un contratto derivato OTC riduca i rischi direttamente connessi alle attività commerciali e di finanziamento di tesoreria di una controparte non finanziaria, occorrerà tener in debito conto le strategie globali di copertura e attenuazione dei rischi di tale controparte. In particolare occorrerà valutare se un contratto derivato OTC sia economicamente adatto per la riduzione dei rischi nella condotta e gestione di una controparte non finanziaria laddove i rischi sono legati alle fluttuazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, dei tassi di inflazione o dei prezzi delle materie prime (Cfr. Considerando 30 EMIR)¹⁴⁶.

Da questo punto di vista, è possibile affermare che la funzione dell'operazione economica sottesa ad un contratto derivato - la cui identificazione rileva ai fini dell'applicabilità dell'art. 23, comma 5, del TUF e per la vigilanza micro-prudenziale - assume una rilevanza fondamentale dal punto di vista della vigilanza macro-prudenziale.

Inoltre, la separazione contabile dei derivati aventi la finalità di ridurre i rischi legati all'attività commerciale e di finanziamento di tesoreria da quelli aventi finalità diverse, imposta dal regolamento EMIR e peraltro già prevista dai principi contabili internazionali, ha aperto le porte, se non all'analisi della legittimità delle

144 In base a tale norma, infatti, "gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al *fair value*. Le variazioni del *fair value* sono imputate al conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura. Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura; si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura."

145 Cfr. Considerando n. 29 del Regolamento EMIR.

146 Secondo un parere reso all'*European Systemic Risk Board* all'ESMA, il livello massimo di strumenti derivati connessi alle attività commerciali di una società non finanziaria dovrebbe essere pari al valore contabile dell'insieme di scorte, debiti, crediti, immobili, impianti e macchinari iscritti in bilancio, mentre il livello massimo di strumenti derivati connessi ad attività di finanziamento dovrebbe avere riguardo ai soli flussi di cassa generati durante l'anno dalle attività di finanziamento della società (cfr. Parere del 31 luglio 2012 all'*Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, in merito all'utilizzo da parte delle società non finanziarie dei derivati OTC*).

singole operazioni in derivati concluse da una impresa e dal suo *management* (ad esempio da parte dei soci di una società), quantomeno alla verifica del fatto se le stesse rispondano o meno a criteri di regolarità contabile e di sana gestione finanziaria.

Difficilmente la sottoscrizione di derivati con finalità speculativa (soprattutto se caratterizzati da grande aleatorietà) da parte degli amministratori di una società potrà essere considerata come una attività finalizzata alla tutela dell'interesse della società, a meno che l'attività di speculazione non sia ricompresa nell'oggetto sociale. In altre parole gli amministratori che decidessero di utilizzare in maniera sistematica strumenti derivati per finalità meramente speculative e non di copertura di rischi preesistenti si esporrebbero necessariamente a responsabilità nei confronti della società e dei terzi laddove tale comportamento cagioni agli stessi un danno¹⁴⁷.

Al tempo stesso la sottoscrizione da parte degli amministratori di una società di strumenti derivati nell'ambito di una operazione finanziaria avente finalità non speculative ma in cui non risulti comunque "*misurabile la capacità degli stessi di ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria*" (art. 10 Regolamento EMIR) potrebbe esporre gli stessi ad azioni di responsabilità da parte dei soci se ed in quanto il rischio assunto non risulti comunque connesso e proporzionato in rapporto all'attività complessiva svolta dalla società ma risulti invece in grado di comprometterne l'equilibrio economico-finanziario.

4 Conclusioni e implicazioni di *policy*

Il lavoro analizza in una prospettiva storica le tappe dell'evoluzione della regolamentazione dell'innovazione finanziaria e dei derivati, mostrando come queste siano coincise con grandi crisi finanziarie cui hanno fatto seguito profonde recessioni economiche.

Le prime grandi crisi finanziarie della storia moderna derivarono dallo scoppio di bolle speculative alimentate dall'utilizzo di derivati fra il XVII e gli inizi del XX secolo (la bolla legata ai bulbi di tulipano del 1636 in Olanda, due bolle legate all'andamento dei corsi azionari di una società francese e di una inglese nel 1720 e la bolla del mercato azionario italiano nel 1907). Queste crisi provocarono gravissime recessioni e indussero alcuni paesi europei all'adozione dei primi provvedimenti volti a contrastare l'uso dei derivati per finalità speculative.

Dopo questi episodi, nel 1929 si assistette ad un'altra grande crisi finanziaria, legata allo scoppio della bolla del mercato azionario USA, da cui derivarono enormi effetti negativi sull'economia reale. Tuttavia, i derivati non ebbero un ruolo

¹⁴⁷ Sul punto si veda MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, p. 15-16. Una attenta dottrina si spinge sino al punto di proporre l'idea di introdurre espressamente nel nostro ordinamento la regola secondo cui l'attività di speculazione non dovrebbe mai essere considerata ricompresa nell'oggetto sociale se non espressamente indicata (DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di Guacero e Maugeri, Milano, 2014, p. 159 e 160).

centrale nella crisi del 1929 e le profonde riforme del sistema finanziario americano che ne scaturirono non incisero in maniera specifica sull'innovazione finanziaria.

Nel 2007, dopo circa ottanta anni, si è registrata un'altra grande crisi finanziaria. Lo scoppio della bolla del mercato immobiliare ha provocato una recessione di intensità simile a quella seguita alla crisi del 1929.

Come accadde dopo il 1929, anche la crisi del 2007 ha portato ad una profonda riforma del sistema regolamentare su scala globale.

Il lavoro evidenzia come una parte molto importante, e forse centrale, del processo di riforma abbia riguardato in maniera specifica l'innovazione finanziaria. Le cartolarizzazioni e i derivati sul rischio di credito, infatti, hanno avuto un ruolo fondamentale nel rendere possibile l'espansione creditizia che ha caratterizzato la bolla immobiliare scoppiata nel 2007. Inoltre, hanno dilatato gli effetti sistemici dello scoppio della bolla immobiliare, amplificando le crisi di fiducia e rendendo il sistema più interconnesso.

Questi aspetti hanno avuto un ruolo decisivo nel portare all'attenzione dei regolatori internazionali la nuova prospettiva della vigilanza macro-prudenziale, finalizzata a prevenire e mitigare i rischi sistemici.

Il lavoro evidenzia come il nuovo approccio alla regolamentazione macro-prudenziale faccia leva tanto sull'adattamento di tipiche regole micro-prudenziali sui requisiti patrimoniali delle banche verso obiettivi finalizzati a mitigare rischi sistemici, quanto sull'utilizzo, sempre in chiave macro-prudenziale, di nuove regole di trasparenza e correttezza e di limitazione dell'autonomia privata che investono principalmente il settore dei derivati e dell'innovazione finanziaria.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, importanti strumenti macro-prudenziali sono stati introdotti con le nuove regole di Basilea III, recepite in Europa con la Direttiva CRD4 e il relativo Regolamento CRR. In particolare, lo strumento principale è rappresentato da un *buffer* patrimoniale aggiuntivo con funzione di cosiddetta riserva anticiclica. Nelle fasi positive del ciclo la riserva dovrebbe essere aumentata per scongiurare una eccessiva espansione del credito e la creazione di bolle, mentre in fasi di crisi dovrebbe essere ridotta per mitigare gli effetti negativi di una stretta creditizia.

Per ciò che riguarda il secondo aspetto, le regole macro-prudenziali muovono principalmente dalla necessità di disciplinare il settore dei derivati e fanno leva su nuovi strumenti volti ad accrescere la trasparenza e rafforzare la correttezza dei comportamenti ovvero a limitare alcuni ambiti dell'autonomia privata e, per alcuni importanti aspetti, riguardano soggetti non finanziari in precedenza esclusi dal perimetro della vigilanza finanziaria.

Le nuove regole europee in materia di innovazione finanziaria e di derivati partono dalla fase genetica del prodotto e si fondano, in primo luogo, su nuove regole di *product governance*, volte a garantire che il disegno del prodotto sia coerente con le esigenze di un preciso *target* di clientela. Su questi doveri dell'intermediario si innestano poteri di *enforcement* delle Autorità volti a vietare o limitare la commer-

cializzazione e la distribuzione di prodotti finanziari (cosiddetta *product intervention*) che fanno leva su obiettivi di stabilità sistemica e di integrità dei mercati, oltre che di tutela degli investitori. Una volta che un prodotto derivato abbia superato questi controlli nella fase genetica, altre regole ne disciplinano la trattazione sul mercato secondario, imponendo (per alcune tipologie di derivati) la negoziazione su *trading venues* regolamentate e la compensazione su controparti centrali (*trading e clearing obligation*). Infine, sempre per finalità macro-prudenziali, tutte le operazioni in derivati devono essere comunicate ai cosiddetti repertori di dati (*trade repositories*) e le Autorità possono vietare l'uso di derivati per assumere posizioni corte su azioni o titoli di Stato al ricorrere di determinate circostanze.

Il nuovo approccio alla regolamentazione macro-prudenziale, come si è visto nel corso del lavoro, ha anche richiesto un profondo ripensamento volto a definire sia l'architettura istituzionale dei sistemi di vigilanza sia il *framework* operativo delle stesse, consistente nell'individuazione tanto degli obiettivi finali ed intermedi da perseguire quanto negli strumenti necessari e nelle modalità di loro esercizio¹⁴⁸.

In linea generale, è possibile affermare che le politiche sottese alla vigilanza macro-prudenziale e micro-prudenziale debbano essere tenute nettamente distinte tra loro¹⁴⁹.

La politica macro-prudenziale si pone un obiettivo finale tipicamente macro-economico, consistente nel mitigare impatti negativi di fenomeni di crisi finanziarie sull'economia reale e sui conti pubblici, ed un obiettivo intermedio (o operativo) che consiste nell'evitare che *shock* sistemici mettano in pericolo la stabilità del sistema finanziario¹⁵⁰.

La politica micro-prudenziale, viceversa, ha come obiettivo ultimo la protezione del risparmiatore (nella duplice veste di detentore di strumenti finanziari e di depositi bancari) che si realizza attraverso la vigilanza sulla stabilità del singolo intermediario (micro-stabilità) e attraverso la vigilanza sulla trasparenza e sulla correttezza dei soggetti che operano sul mercato finanziario.

Le due politiche sono evidentemente interconnesse tra loro, sia nella sostanza sia in termini operativi, ma tale tipo di relazione non è biunivoca: mentre la vigilanza macro deve potere incidere in qualche modo sulla vigilanza micro, viceversa la vigilanza micro non può salvaguardare efficacemente la stabilità finanziaria se non tiene in debito conto gli sviluppi al livello macro.

Il dibattito di *policy* seguito alla crisi del 2007 si è spesso concentrato sul tentativo di riorientare gli strumenti tipici della politica micro-prudenziale (quali, ad

148 GUALANDRI, NOERA, *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in *Lo stato della finanza - Scritti in onore di Marco Onado*, (a cura di C. Bioni, E. Gualandri, A. Landi e G. Lusignani), Bologna, 2014, p. 33. Scritto che ha fornito la spunto a molte considerazioni esposte nel presente paragrafo. Sul tema si vedano anche: PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolamentazione finanziaria*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, I, p. 208 e ss.; VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in AGE, *Un anno con tredici lune: crisi e diritto*, 2009, p. 161 e ss.

149 In questo senso si veda anche ANGELINI, *op.cit.*

150 GUALANDRI, NOERA, *op.cit.*, p. 35.

esempio, i requisiti patrimoniali e di liquidità degli intermediari) verso finalità macro-prudenziali, prendendo tuttavia a riferimento il solo settore bancario¹⁵¹.

Tale approccio mostra però due limiti.

Il primo limite è costituito dal fatto che l'utilizzo di uno stesso strumento per finalità diverse può determinare l'insorgere di conflitti. Ad esempio, in periodi di recessione, la politica macro-prudenziale richiederebbe una riduzione dei *buffer* patrimoniali che hanno natura di riserva anticiclica, al fine di impedire una stretta creditizia che aggravi la recessione e accentui gli effetti di *shock* sistemici, mentre una politica micro-prudenziale richiederebbe un aumento dei requisiti patrimoniali per assorbire gli effetti del ciclo negativo sulla stabilità del singolo intermediario¹⁵².

Analogamente si consideri il caso in cui, per finalità di tutela degli investitori, possa essere opportuno esercitare poteri di *product intervention* per vietare la distribuzione (ad investitori *retail*) di certe tipologie di prodotti particolarmente complessi, quali, ad esempio, le obbligazioni subordinate o i titoli di capitale ibridi. In questa situazione, emerge un conflitto fra le esigenze di tutela dei risparmiatori e quelle di stabilità complessiva del sistema finanziario, poiché l'esercizio dei poteri di *product intervention* potrebbe limitare eccessivamente la possibilità per le banche di fare ricorso ad importanti strumenti di raccolta e di rafforzamento patrimoniale.

Il secondo limite del citato approccio è dato dal fatto che esso trascura completamente il sistema finanziario nel suo complesso - che è comprensivo non solo del settore bancario, ma anche di quello dei mercati finanziari - e le diverse tipologie di soggetti (anche non finanziari) che vi operano (società di gestione di mercati regolamentati, controparti centrali, imprese di investimento, società di gestione del risparmio, assicurazioni, fondi pensione, società quotate non finanziarie, agenzie di rating, etc.). Nel lavoro si è mostrato come proprio il settore dei mercati finanziari, e in particolare il mercato dei derivati, è stato al centro di numerose e importanti riforme legislative europee dopo la crisi del 2007 (si pensi alle già citate norme in materia di segnalazione alle *trade repositories*, *clearing* e *trading obligation*, standardizzazione dei contratti, *product governance* e *product intervention*, possibilità di vietare l'uso dei derivati per assumere posizioni corte). Inoltre, in esito a tali riforme il perimetro della vigilanza macro-prudenziale si è allargato in maniera significativa fino a ricomprendere le imprese non finanziarie, che hanno l'obbligo di monitorare il superamento dell'operatività in derivati non di copertura rispetto a determinate soglie dimensionali e di compensare le posizioni che eccedono tali soglie con una controparte centrale.

Queste considerazioni portano ad argomentare che un corretto ed efficace approccio alla vigilanza macro-prudenziale implica necessariamente un approccio

151 Per tutti ANGELINI, NICOLETTI, ALTIMARI, VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*, in Quaderni di Economia e Finanza, n. 140, novembre 2012 e COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM - CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38, 2010.

152 Cfr. ANGELINI, *op. cit.*

trasversale e integrato, che abbracci tutto il sistema finanziario (*system-wide*), senza limitarsi alle banche o alle imprese finanziarie.

L'approccio macro-prudenziale, oltre a dovere essere *system-wide*, deve inoltre necessariamente essere coordinato e armonizzato a livello europeo (*top-down*).

Politiche macro-prudenziali diverse nei singoli Stati membri potrebbero infatti determinare distorsioni nella concorrenza tra ordinamenti, arbitraggi regolamentari e, paradossalmente, incidere negativamente sulla stabilità finanziaria (incentivando il trasferimento delle attività finanziarie verso paesi con una vigilanza meno rigorosa). Diverse politiche macro-prudenziali, inoltre, potrebbero ostacolare l'operatività dei gruppi transfrontalieri.

Per questi motivi, nel 2011 è stata istituita un'Autorità macro-prudenziale europea, l' *European Systemic Risk Board* o ESRB (Regolamento n. 1092/2010 del 24 novembre 2010). L'ESRB - che si affianca al sistema di vigilanza europeo micro-prudenziale - ha il compito di monitorare i rischi sistemici per l'Area euro e di definire la politica macro-prudenziale sull'intero sistema finanziario, coordinando l'attivazione dei diversi strumenti macro-prudenziali prima discussi, attraverso il coinvolgimento delle Autorità di vigilanza nazionali.

A tale riguardo, è ipotizzabile che, laddove la regolamentazione europea individui in termini molto precisi strumenti specificamente serventi a obiettivi macro-prudenziali e laddove la decisione in merito alle modalità di attivazione di tali strumenti sia supportata da *guidelines* delle Autorità europee di settore (ESMA, EBA e EIOPA), le relative responsabilità potrebbero essere attribuite direttamente ad Autorità nazionali micro-prudenziali competenti per settore. In questo caso, l'attribuzione dovrebbe basarsi sul criterio della maggiore esperienza e conoscenza del comparto del sistema finanziario sul quale gli strumenti incidono in via prioritaria (ad esempio, gli strumenti macro-prudenziali che incidono su mercati e prodotti dovrebbero essere attribuiti ai *securities regulators*, mentre quelli che fanno leva sulle grandezze di bilancio degli intermediari all'Autorità di micro-stabilità).

Nei casi in cui, invece, siano necessarie ampie valutazioni discrezionali e tecniche nelle modalità di attivazione degli strumenti ovvero nell'individuazione stessa di strumenti diversi rispetto a quelli previsti dalla disciplina comunitaria, risulterebbe opportuna la creazione di un'Autorità macro-prudenziale nazionale che possa svolgere un ruolo di coordinamento delle politiche e degli interventi a livello domestico e che si interfacci con l'ESRB per l'attuazione delle direttive definite in ambito sovranazionale.

Da questo punto di vista, potrebbe essere opportuno lasciare all'Autorità nazionale margini di autonomia là dove essa si trovi ad affrontare problematiche di natura prevalentemente domestica, lasciandole il delicato compito di risoluzione dei conflitti fra obiettivi macro- e micro-prudenziali nella scelta del *timing* e del tipo di strumenti da attivare, mentre là dove ci si trovi di fronte a *shock* con rilevanti impatti *cross-border* è necessario un forte coordinamento delle politiche domestiche in sede di ESRB.

Il ruolo di un'Autorità macro-prudenziale nazionale è anche quello di contribuire all'impostazione di un'azione di monitoraggio dei rischi sistemici e di sviluppo di indicatori di *early warning*, coordinando le iniziative delle Autorità micro-prudenziali domestiche con gli approcci definiti dall'ESRB.

Per i diversi motivi appena illustrati, il 22 dicembre del 2011 l'*European Systemic Risk Board* ha adottato una formale Raccomandazione dal titolo "*ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities*" (ESRB/2011/3) con cui ha suggerito agli Stati membri di designare - al proprio interno e tramite la legislazione nazionale - una Autorità specificamente incaricata della conduzione della politica macro-prudenziale nazionale; Autorità che poteva essere individuata tanto in una singola istituzione quanto in un board composto da tutte le autorità nazionali il cui operato è in grado di incidere sulla stabilità finanziaria.

Nel giugno del 2014 l'ESRB ha compiuto una valutazione delle modalità di recepimento di tale raccomandazione da parte dei singoli Stati membri ("*assessment of the implementation of the European Systemic Risk Board's Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities*") che è stata oggetto di un apposito Report pubblicato nel 2014¹⁵³. Con specifico riferimento al quadro istituzionale per la supervisione macro-prudenziale ed in particolare per ciò che attiene alla designazione dell'Autorità nazionale macro-prudenziale competente, dall'*assessment* emerge che, dei ventinove Stati membri, tredici hanno scelto di designare quale autorità nazionale macro-prudenziale la propria Banca centrale¹⁵⁴, altri tredici hanno invece designato un *board* al cui interno sono rappresentate diverse istituzioni nazionali¹⁵⁵, due hanno designato la propria 'Autorità dei mercati finanziari'¹⁵⁶ ed un solo ha designato come Autorità macro-prudenziale il proprio Governo¹⁵⁷.

Per comprendere meglio il significato di questi dati, occorre però ricordare che molti Stati membri tengono distinte al proprio interno le funzioni di Banca centrale nazionale da quelle di autorità di supervisione bancaria micro-prudenziale. Tenendo conto di questo dato risulta allora che tra i tredici Stati membri che hanno attribuito alla propria Banca centrale funzioni macro-prudenziali, quattro hanno in questo modo voluto tenere separata la vigilanza micro-prudenziale da quella macro-prudenziale (Repubblica di Estonia, Repubblica di Lettonia, Repubblica di Malta e Regno Unito) in quanto nei rispettivi Paesi la banca centrale non svolge funzioni di Autorità micro-prudenziale. Viceversa, nei nove Stati membri dove la Banca centrale

153 "ESRB Recommendation on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3) - Follow-up Report - Overall assessment" consultabile al sito internet: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2014/ESRB_2014.en.pdf?a9e3025e2b2c36949b903e2a519d20da.

154 Si tratta di: Belgio, Cipro, Repubblica Ceca, Repubblica di Estonia, Grecia, Ungheria, Irlanda, Repubblica di Lettonia, Repubblica Lituana, Repubblica di Malta, Repubblica portoghese, Repubblica slovacca, Regno Unito.

155 Si tratta di: Austria, Bulgaria, Croazia, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Romania, Slovenia e Spagna. Per l'Italia probabilmente l'*assessment* fa riferimento al "*Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria*", istituito con Decreto del Ministro dell'economia nel 2001, composto dal Ministro dell'economia e dai Presidenti delle Autorità di vigilanza di settore.

156 Si tratta di: Repubblica di Finlandia e Regno di Svezia.

157 Si tratta della Norvegia.

svolge anche funzioni di vigilanza micro-prudenziale avere individuato la stessa anche come Autorità macro-prudenziale ha il significato di volere concentrare su una unica istituzione le due funzioni micro- e macro prudenziale (si tratta di Belgio, Cipro, Repubblica Ceca, Grecia, Ungheria, Irlanda, Repubblica Lituana, Repubblica portoghese e Repubblica slovacca)¹⁵⁸.

I Paesi dell'Unione europea hanno dunque effettuato scelte molto diverse fra loro, che probabilmente riflettono vincoli dettati dall'assetto istituzionale preesistente delle Autorità di vigilanza micro-prudenziali ovvero precisi orientamenti politici e giudizi di valore sulla necessità di un coinvolgimento di organi di Governo nella supervisione macro-prudenziale.

Da questo punto di vista, ragionando in astratto e prescindendo dai vincoli derivanti da situazioni contingenti specifiche di singoli Paesi discendenti anche dalla propria storia politico-istituzionale, la soluzione di assegnare compiti di vigilanza macro-prudenziale a singole autorità micro-prudenziali sembra inadeguata alla luce di quanto prima argomentato relativamente alla necessità di avere un approccio il più possibile trasversale e integrato (*system-wide*) e di gestire in maniera trasparente i conflitti fra obiettivi macro- e micro-prudenziali. Per gli stessi motivi, non appare adeguata la scelta assegnare compiti macro-prudenziali all'Autorità dei mercati finanziari né, tanto meno, allo stesso Governo.

La soluzione più equilibrata appare quella della costituzione di un Comitato composto da rappresentanti delle Autorità di vigilanza micro-prudenziali sui mercati finanziari idoneo a salvaguardare l'approccio *system-wide*. Essa consentirebbe di avere un approccio integrato alla supervisione dei rischi finanziari - facendo leva su tutte le esperienze e professionalità necessarie per attuare un approccio *system-wide*¹⁵⁹ -, sarebbe in grado di preservare le competenze delle singole autorità coinvolte ed assicurerebbe una gestione trasparente dei conflitti fra obiettivi di macro- e micro-stabilità.

Al fine di creare un organismo pienamente indipendente, avente l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme, la presidenza dovrebbe essere attribuita alla Banca Centrale, che dovrebbe avere anche un ruolo guida secondo quanto richiesto espressamente dall'ESRB nella propria Raccomandazione del 22 dicembre 2011¹⁶⁰.

Il Comitato così composto sarebbe in linea con il disegno europeo di vigilanza macro-prudenziale, al cui vertice è stata posta una Autorità tecnica (l'ESRB)

158 Una analisi circa la migliore allocazione dei poteri macroprudenziali a livello nazionale è contenuta nel Report dell'Advisory Scientific Committee dell'ESRB "Allocating macro-prudential powers" del novembre 2014 secondo il quale, in conclusione, l'Autorità nazionale macroprudenziale dovrebbe essere collocata nell'ambito dell'istituzione nazionale maggiormente in grado di bilanciare tra loro i conflitti esistenti tra obiettivi di politica macroprudenziale e quelli di politica microprudenziale e dove le competenze risultano essere più vaste.

159 Questa tesi è sostenuta, tra gli altri, da POSCH, VAN DER MOLEN, *The Macroprudential Mandate of National Authorities*, in "Macro-prudential Commentaries", n. 2, marzo 2012.

160 Raccomandazione del Comitato Europeo per il rischio sistemico del 22 dicembre 2011 relativa al mandato macro-prudenziale delle autorità nazionali (CESR/2011/3).

presieduta dal presidente della BCE e nel cui Consiglio generale siede un membro della Commissione Europea¹⁶¹.

Questa soluzione, inoltre, fa salva l'indipendenza della supervisione macroprudenziale rispetto a pressioni politiche di breve periodo¹⁶² e consente di gestire in maniera trasparente i conflitti fra obiettivi macro- e micro-prudenziali.

Questa impostazione è stata recentemente fatta propria dal legislatore italiano nell'ambito del disegno di legge di delegazione Europea 2015 (Atto Senato n. 2345 recante "delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea" approvato in via definitiva il 28 luglio 2016) il cui articolo 10 - al fine di recepire nel nostro ordinamento la sopra citata Raccomandazione ESRB/2011/3 - delega il Governo ad istituire un'Autorità indipendente priva di personalità giuridica e denominata "*Comitato per le politiche macroprudenziali*". Al fine di condividere l'obiettivo della stabilità del sistema finanziario è previsto che a tale Comitato partecipino la Banca d'Italia, la Consob, l'Ivass e la Covip; alle sedute del Comitato assisteranno il Ministero dell'economia e delle finanze e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato. All'interno del Comitato il ddl ha attribuito un ruolo guida nelle politiche macroprudenziali alla Banca d'Italia riconoscendole altresì sia il ruolo di presidente che le funzioni di segreteria.

Peraltro, al fine di preservare le specificità competenze delle singole Autorità amministrative che compongono il Comitato, nel corso della propria seduta del 21 aprile 2016 il Parlamento ha impegnato il Governo, in sede di predisposizione dei decreti legislativi attuativi del citato art. 10, a seguire alcune linee guida fissate in un ordine del giorno approvato dal Parlamento. In particolare, tale ordine del giorno prevede che in merito alle iniziative che il Comitato intende assumere a ciascuna Autorità dovrà essere assicurato il potere di avanzare proposte e/o di esprimere intese vincolanti nelle specifiche materie di propria stretta competenza. E' stata anche prevista, all'interno del Comitato, l'attribuzione del voto doppio, in caso di parità di voti su una determinata delibera, all'Autorità competente per la specifica materia sulla quale il Comitato intende assumere iniziative; viceversa nelle materie 'a competenza trasversale', il voto doppio spetterà all'Autorità che presiede il Comitato.

161 La presenza di un rappresentante di un soggetto politico - quale la Commissione Europea - in seno all'ESRB riflette verosimilmente la scelta di dotare tale organo di una *accountability* politica nei confronti delle Istituzioni europee, in ragione delle delicate scelte che lo stesso potrebbe trovarsi a compiere e che potrebbero impattare su tutti i cittadini non solo nella loro veste di risparmiatori, ma anche di contribuenti. Si pensi ad un provvedimento macroprudenziale che porti a stabilire un rapporto fra importo del mutuo e valore dell'immobile (cosiddetto *loan-to-value*) particolarmente basso e che dunque impedisce a molti cittadini di accedere all'acquisto della prima casa.

162 Un comitato troppo legato al Governo potrebbe essere riluttante ad attuare provvedimenti che potrebbero avere riflessi negativi di breve (e quindi nocivi sul piano elettorale) ma molto positivi nel lungo periodo (cfr. SCHOENMAKER, *Allocating Macro-prudential powers*, ESRB, novembre 2014).

Bibliografia

- ACHARYA e RICHARDSON, *Causes of the Financial Crisis*, *Critical Review*, 2009
- AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca borsa tit.cred.*, 1997, I, 112
- AGOSTINELLI, *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca borsa tit.cred.*, 1992, I, 267
- AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 2, 433
- ALLEN, *Credit Risk Transfer, Fragilty and Contagion*, University of Pennsylvania, working paper, 2005
- ANGELINI, *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Paper n. 271, Banca d'Italia, 2015
- ANGELINI, NICOLETTI, ALTIMARI, VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*, in *Quaderni di Economia e Finanza*, n. 140, novembre 2012
- ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1958, I, 435
- AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets – The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge University Press, New York, 2012
- BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna, 1995
- BALETTI, *Della validità dei contratti differenziali di borsa dopo la nuova legge*, in *Mon. Trib.*, 1913, p. 801 e ss.
- BALZOLA, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Dir. Soc.*, 2015, p. 36 e ss.
- BANK OF ENGLAND, *Instruments of macroprudential policy*, Discussion Paper, December, 2012
- BANK OF ENGLAND, *The financial policy committee's powers to supplement capital requirements. A draft policy statement*, January, 2013
- BANK OF ENGLAND – EUROPEAN CENTRAL BANK, *The case for a better functioning securization market in the European Union*, discussion paper, maggio 2014
- BANNER, *Anglo-American Securities Regulation. Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge, 1998

- BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 853
- BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, in *Il testo unico della finanza* (a cura di Fratini e Gasparri), Milano, 2012, p. 30
- BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una 'definizione'*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2012, I, p. 541
- BARONE, *Derivati e risk management*, in *Economia del mercato mobiliare*, II, Roma, 2004
- BASSAN – MOTTURA, *From Saviour to Guarantor*, Londra, 2015, Cap. 9, p. 85
- BAXTER, RENNIE, *Financial calculus. An introduction to derivative pricing*, Cambridge, 1996
- BCE, *Credit default Swaps and Counterparty Risk*, agosto 2009
- BECK, *Das Schweigen der Wörter. Über terror und Krieg*, Frankfurt am Main, 2002, trad. it. di L. Castoldi, *Un mondo a rischio*, Torino, 2003
- BECK, *Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne*, Frankfurt am Main, 1986, trad. it. di W. Privitera, *Le società del rischio. Verso una seconda modernità*, Roma, 2000
- BICKSLER, *Handbook of Financial Economics*, Amsterdam, 1979
- BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, 1971
- BORIO, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank of International Settlements, 22 giugno 2010
- BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005
- BRI, 79° Relazione Annuale, cap. VII, *I rischi e le opportunità: verso un sistema finanziario a prova di crisi*, 2009
- BRUMMER, *Soft Law and The Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*, New York, Cambridge University Press, 2012
- BRUNNERMAIER, CROCKETT, GOODHART, PERSUAD, SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009
- CALOMIRIS, *The Political Lessons of Depression-Era Banking Reform*, Oxford Review of Economic Policy, 2010
- CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999
- CAPASSO in *Trading on the Seattle merc*, New York, 1995
- CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007
- CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate e currency swap*, in *Dir. Comm. Int.*, 1992, p. 69
- CARROZZI, *Swap*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX – *Banca borsa e titoli di credito*, Torino, 2004, p. 770
- CARSWELL, *The South Sea Bubble*, Londra, 1960

- CASTELLANI, DE FELICE, MORICONI, *Manuale di finanza. III. Modelli stocastici e contratti derivati*, Bologna, 2006
- CATALANO, *Swaps: pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, in *Foro it.*, 1992, IV, 309 ss.
- CESARI, *Introduzione alla finanza matematica. Derivati, prezzi e coperture*, Milano, 2009
- CESR, *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, 10 luglio 2009
- CHANCE, *A Brief History of Derivatives*, in *Essay in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*, II ed., USA, 2011
- CHANCE, *A Chronology of Derivatives*, in *2 Derivatives Quarterly*, 1995, 53-60
- CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45
- COFFINIÈRE, *Die Stockbourse und der Handel mit Staatspapieren*, Berlino, 1824
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38, 2010
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM – CGFS, *Operationalising the selection and application of macroprudential instruments*, CGFS Paper n. 38, 2012
- CORRADO, *I contratti di borsa*, Torino, 1960
- CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Milano, 1993, p. 125
- COTTINO, *Diritto commerciale*, 2^a ediz., II, 1, Padova, 1992, p. 235
- CROCKET, *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, Remarks by, General Manager of the Bank of International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 settembre 2000
- D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, p. 109
- DASH, *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower & the Extraordinary Passions It Aroused*, Londra, 1999
- DAVIS, KARIM, *Macroprudential regulation. The missing policy pillar*, Keynote address at the 6th Euroframe Conference on Economic Policy issues in the European Union, 12 giugno 2009
- DE IULIIS, *Lo swap di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2004, 3, 391
- DE LA VEGA, *Confusion de Confusiones*, Amsterdam, 1688 (versione in inglese pubblicata da Baker Library, Boston, Harvard Graduate School of Business, 1957)

- DEL SOLE, *Future*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, XX - Banca borsa tit.cred., Torino, 2004, p. 451
- DEMYANYK e VAN HEMERT, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, mimeo, 2008
- DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di Guaccero e Maugeri, Milano, 2014, p. 147
- DERIVATIVES POLICY GROUP, *A Framework for Voluntary Oversight of the OTC Activities of Securities Firm Affiliates to Promote Confidence and Stability in Financial Markets*, Washington DC 1995
- DI NOIA, *MiFID e Autorità di vigilanza*, in L. FREDIANI - V. SANTORO, *L'attuazione della Direttiva MiFID - Studi di diritto e legislazione bancaria*, Milano, 2009, p. 236
- DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, in *Quaderni di Banca, borsa tit. cred.*, 2014, p. 33
- DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Collana *Iura*, Pisa, 2010, p. 33
- DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass.dir.civ.*, 2014, p. 308
- DUFFIE, LI, LUBKE, *Policy perspective on OTC derivatives market infrastructure*, Federal Reserve Bank of New York staff reports, 2010, Research Paper no. 2046
- EASTERBROOK, FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J & L. Econ., 425, 1993
- EHRENBERG, *Capital and Finance in the Age of the Renaissance*, 1928 (trad. in inglese dal tedesco di Lucas, New York, 1963)
- EINAUDI, *A favore dei contratti differenziali*, *La Riforma Sociale*, 5, 1896, pp. 407-417
- ERZEGOVESI, *Il mercato degli strumenti finanziari derivati. Un'introduzione*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Collana *Iura*, Pisa, 2010, p. 19
- FERRARINI e SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, *Journal of Corporate Law Studies*, 13, 2013, p. 319-359.
- FERRARINI, MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, 13, p. 557
- FERRARIO, *"Domestic currency swap" a fini speculativi e scommessa*, *Contr.*, 2000, p. 261
- FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contr. e impr.*, 1992, pag. 475 e ss.
- FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1992, p. 692
- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Implementing OTC derivatives Market Reforms*, 25 ottobre 2010

- FINANCIAL STABILITY BOARD, *OTC Derivatives Market Reforms – Ninth Progress Report on Implementation*, 24 luglio 2015
- FRIEDMAN e SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963
- GABRIELLI, voce *Alea*, in *Enciclopedia Giuridica Treccani*, I, 2, Roma, 2000, p. 2
- GALANTI, D'AMBROSIO, GUCCIONE, *Storia della legislazione bancaria, finanziaria e assicurativa. Dall'Unità d'Italia al 2010*, Banca d'Italia, 2011
- GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, p. 1269
- GALGANO, *Diritto commerciale, Le società*, IV Ediz., Bologna, 1993
- GALLONE, *I contratti derivati: "known knowns vs. unknow unknowns"*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, p. 603
- GARBER, *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, MA, MIT Press, 2000
- GELDERBLOMM, JONKER, *Amsterdam as the Cradle of Modern Futures and Options Trading, 1550-1650* in: W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst, ed., *The Origins of Value, the Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford, 2005), p. 189-205
- GEMMIL, *La funzione economica dei prodotti finanziari derivati*, in *Lezioni Moar*, 1995
- GIBSON, *Are Swap Agreements Securities or Futures? The Inadequacies of Applying the Traditional Regulatory Approach to OTC Derivatives Transactions*, 24 J. Corp. L. 379, 1999
- GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2007, 2, 134
- GIORGIANNI, voce *Causa*, in *Enc. Giur. Dir.*, VI, Milano, 1960
- GIRINO (a cura di), *Copertura del rischio di cambio: le currency option*, in *Amm. e fin.*, 1989, p. 1272
- GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010
- GIRINO, *Le ragioni negoziali dello strumento finanziario derivato: per una rilettura della disciplina in chiave contrattualistica*, in *Informazione e trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e diritti del consumatore europeo* (a cura di O.M. Calliano), Torino, 2013, p. 79
- GIRINO, VECCHIO, *Futures, swap, options e commercial papers*, Milano, 1988
- GIULIANI, *I 'titoli sintetici' tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Dir.prat.trib.*, 1992, I, p. 884
- GOETZMANN, ROUWENHORST (eds), *The Origin of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press, 2005
- GOLDAR, *Tulipmania: Money, Honor and Knowledge in the Dutch Golden Age*, Chicago, 2007

- GORIA, *Alle radici dei "contratti differenziali": l'evoluzione degli strumenti giuridici in ambito finanziario a partire dal caso francese (secc. XVIII-XIX), Il nuovo diritto delle Società*, 1/2015
- GORTON, METRICK, *Securitized Banking and the Run on Repo*, Yale Working Paper, 2010
- GORTON, *Question and Answers About the Financial Crisis – Prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission*, mimeo, 2010
- GORTON, *The Panic of 2007*, National Bureau of Economic Research, 2008, paper n. 14358
- GORTON, *The Subprime Panic*, National Bureau of Economic Research, 2008, paper n. 14398
- GROUP OF THIRTY, *Report – Derivatives: Practices and Principles*, Washington DC, 1 luglio 1993
- GUALANDRI, NOERA, *Rischi sistemici e regolamentazione macroprudenziale*, in *Lo stato della finanza – Scritti in onore di Marco Onado*, (a cura di Bisoni, Gualandri, Landi, Lusignani), Bologna, 2014, p. 33
- GUCCIONE, *L'organizzazione dei mercati a termine come carattere tipico dei contratti futures e sistema di regole di comportamento degli intermediari*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 892
- HALDANE, *Macroprudential policies. When and how to use them*, IMF rethinking macro Policy II Conference, First Step and Early Lessons, 16-17 aprile 2013
- HERMANS, MCGOLDRICK, SCHMIEDEL, *Central Counterparties and Systemic Risk*, ESRB Macro-prudential commentaries, n. 6 novembre 2013
- HM TREASURY, *A New Approach to Financial Regulation: The Blueprint for Reform*, Cm 8083, giugno 2011.
- HOGARTH, *Are swaps gambling contracts?*, in *Journal of International Business and Law*, 1993, n. 8, 331-335
- HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Torino, 2007
- IANNELLI, *La speculazione sui prodotti derivati nella crisi dei mercati finanziari ai tempi attuali*, Tesi di laurea, Università LUISS, Roma, 2009
- IMF, *Financial Regulatory Reform a New Foundation, Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, luglio 2009
- IMF, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, marzo 2011
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Macro-prudential Policy: An Organizational Framework*, Marzo 2011
- INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da F. Galgano, 1995, p. 2441 e ss.
- INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 597 ss.
- IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Il foro padano*, 1987, II, 121
- IRRERA, voce *Swap*, in *Digesto disc.priv. (sez. comm.)*, Milano, 2006, p. 231 e ss.

- ISAMBERT, DECRUSY, TAILLANDIER, *Recueil general des anciennes lois francaises*, XXIX, Paris, 1833, voce *blés en vert*
- ISDA – CLIFFORD & CHANCE, *Regulation of OTC derivatives markets – A comparison of EU and US initiatives*, settembre 2012
- KELLEBENZ, *Introduction to the English translation of Joseph de la Vega (1688) Confusion de Confusiones*, Boston, MA, 1957
- KELLEBENZ, *Introduction to the English translation of Joseph de la Vega (1688) Confusion de Confusiones*, Boston, MA, 1957
- KINDLEBERGER, ALIBER, *Manias, Panics, and Crashes*, New Jersey, 2005
- KRIPPEL, *Regulatory overhaul of the OTC derivatives market: the costs, risks and politics*, SSRN, 2011
- KUMMER – PAULETTO, *The History of Derivatives: A Few Milestones*, EFTA Seminar on Regulation of Derivatives Markets, Zurigo, 2012
- LAMANDINI, *I regolamenti europei istitutivi del Comitato per il rischio sistemico e delle Autorità europee di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari e mercati*, in *Nuove Leggi Civili comm.*, 2012, 2, p. 211 e ss.
- LAMANDINI, *Towards a New Architecture for European banking Supervision*, in *ECL*, 1, 2009, p. 6
- LAMANDINI, *When more Is Needed: the European Financial Supervision Reform and Its Legal basis*, in *ECL*, 5, 2009, p. 197
- LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati: brevi note sulle problematiche civilistiche e fiscali*, in *Dir. Fall.*, 2005, p. 512
- LENER, LUCANTONI, *Misselling derivatives: le posizioni del Bundesgerichtshof e della High Court of Justice in merito ai doveri di trasparenza dell'intermediario nella negoziazione di derivati nella prospettiva della regolamentazione EMIR*, in *Dir. banca e merc.fin.*, 2013, p. 391
- LENER, LUCANTONI, *Commento sub art. 21. Criteri generali*, in *Il Testo Unico della Finanza* (a cura di Fratini e Gasparri), Torino, 2012, Tomo I, p. 375
- LENER, SPADA, *Dei Titoli di credito – Disposizioni generali – Introduzione*, in *Commentario del codice civile* (diretto da E. Gabrielli) – delle Promesse Unilaterali dei titoli di credito – artt. 1987-2027 (a cura di R. Lener), p. 121
- LODEWIJK, *The World's First Stock Exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market*, 200
- LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione Emir sugli strumenti finanziari derivati OTC*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 642
- LUZZATI, *Sulla pretesa distinzione dei contratti di Borsa in contratti a termine e contratti differenziali*, in *Il Diritto Commerciale*, 28, 1919, pp. 37-44

- MACKAY, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions*, Office of the National Illustrated Library, 227 Strand, Londra, 1852
- MAFFEIS, *Contratti derivati* (voce), in *Digesto disc.priv. (sez.civ.)*, Torino, 2010, V Agg., p. 353
- MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 2011, p. 617
- MAFFEIS, *La causa del contratto di swap e i costi impliciti*, in *Riv. Dir. Bancario.it*, 3, 2013
- MALANDRUCCO, *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1992, 471
- MARKHAM, *The History of Commodity Futures Trading and its Regulation*, New York, 1987
- MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, p. 1
- MEUCCI, *"Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. e Contr.*, 2008, 4, p. 2
- MIEROOP, *The Innovation of Interest. Sumerian Loans*, in Goetzmann, William, Geert Rouwenhorst (eds) *The Origin of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press, 2005
- MIGNOLI, *Idee e problemi nella evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633
- MISHKIN, EAKINS, *Financial Markets and Institutions*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 7th Edition, 2011
- MOOSLECHNER, SCHUBERTH, WEBER (ed.), *The Political Economy of Financial Market Regulation: The Dynamics of Inclusion and Exclusion*, Edward Elgar, 2006
- MORI, *Swap. Una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990
- MOTTURA, *Derivati e finanza pubblica: situazione e prospettive*, in Nicolai M. (a cura di), *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità*, Fondazione Rosselli, Milano, 2012, p. 649 e ss.
- NADALUD, SHERLUNG, *The Role of Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, mimeo, 2009
- NORTON, *"NIFA-II" or "Bretton Wood-II?": The G-20 (Leaders) Summit Process on Managing Global Financial Markets and The World Economy – Quo Vadis?*, in *Journal of Banking Regulation*, 2010, p. 261-301
- OLDANI, *I derivati finanziari*, Milano, 2010
- OLIVIERI, *Compensazione e circolazione della ricchezza mobiliare*, Roma, 1992
- ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto de Larosiere: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, vol. 65, fasc. 10, 2009
- ONZA, SALAMONE, *Commento all'art. 1 del TUF*, in *Commentario del codice civile* (diretto da E. Gabrielli) – *Delle Promesse Unilaterali dei titoli di credito – artt. 1987-2027* (a cura di R. Lener), p. 539

- PACILEO, *I derivati*, Torino, 2015
- PAGLIANTINI, VIGORITI, *I contratti swap*, in Gitti - Maugeri - Notari, *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 199
- PAGNONI, *Contratti di swap*, in Trattato dei contratti (diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli), Tomo secondo, *I contratti del mercato finanziario* (a cura di E. Gabrielli e R. Lener), Torino, 2004, p. 1077 e ss.
- PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.
- PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Rivista Diritto bancario*, ottobre 2012
- PAVORD, *The Tulip*, New York, 1999
- PERRONE, *Gli obblighi informativi*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'Apice, Padova, 2010
- PETRAM, *The World's first stock exchange*, Amsterdam-New York, 2011
- PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati e il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, p. 499
- PILBEAN, *Finance and Financial Markets*, London, Palgrave, 3rd edition, 2010
- PIPIA, *Contro i contratti differenziali*, in *La Riforma Sociale*, 5, 1896, pp. 345-368
- PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp.Civ.Prev.*, 2008, 2219
- PIRAS, *Il fenomeno dell'utilizzo dei derivati da parte degli enti locali*, in *Il Nuovo diritto delle società*, n. 19, 2012, p. 95
- POITRAS (ed.), *Pioneers of Financial Economics*, Voll. 1 e 2, Cheltenham, UK, Edward Elgar, 2006-2007
- POITRAS, *Management, Speculation, and Derivatives Securities*, 2002
- POITRAS, *The Early History of Financial Economics, 1478-1776* (Edward Elgar Publishing Ltd: Cheltenham, 2000)
- POSCH e VAN DER MOLEN, *The Macroprudential Mandate of National Authorities*, in "Macroprudential Commentaries", n. 2, marzo 2012
- PREITE, *Contratto differenziale e articolo 1933. La qualificazione giuridica di cap, floor, swap e index futures*, in *Riv. Borsa*, 1989, n. 2, p. 29.
- PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Riv.dir.comm.*, 1992, p. 171
- PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolamentazione finanziaria*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, I, p. 208 e ss.
- PROUDHON, *Manuel du Spéculateur à la Bourse*, V ed., Parigi, 1857

- QUINN, *Derivatives – Where Next for Supervisors?*, Bank of England, Quarterly Bulletin, n. 33, 1993, pp. 535 e ss.
- RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 39
- RADICATI DI BRONZOLO, *Il contatto "modello" di swap dell'International Swap Dealers Association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, p. 539
- REINHART, ROGOFF, *Is the 2007 Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison*, American Economic Review, 2008
- ROMANO, *La riforma dei derivati "OTC" negli USA: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, in *Riv.dir.comm.*, 2011, p. 137 e ss
- ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, 1, 602 ss.
- RUBINSTEIN, *Derivati*, Milano, 2005
- SALANDRA, *Il cosiddetto commercio fittizio dei cambi*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 1928, pp. 97-120
- SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009 p. 93
- SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004
- SAVONA, *Finanza dei derivati*, in *Enciclopedia del Novecento*, Treccani, III supplemento, 2004
- SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, 2012, p. 407
- SCALCIONE, *The Derivatives Revolution – A trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, The Netherlands, 2010
- SCHWARCZ, *Systemic Risk*, Georgetown Law Journal, 2008
- SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. Dir. Banc.*, II, 2013.
- SHEA, *Understanding Financial Derivatives During the South Sea Bubble: The Case of the South Sea Subscription Shares*, Oxford , 2007
- SHLEIFER, VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, Journal of Economic Perspectives, 2011
- SICILIANO, *Cento anni di Borsa in Italia*, Bologna, 2001
- SICILIANO, *La regolamentazione delle Borse valori in Europa e negli USA agli inizi del Novecento*, in *Riv. Storia Ec.*, 2002, 2, p. 131
- SIEMS, *10 Myths about Financial Derivatives*, Cato Policy Analysis n. 283, 1997
- SPADA, *Appunti sulle origini dell'astrattezza cambiaria*, in *Ann. Univ. Macerata XXXII*, 1976, p. 519

- SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, II ed., Torino, 1994
- STRINGHAM, *The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth-Century Amsterdam*, in *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 43, 2003, pp. 328-329
- SWAN, *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International, 2000
- TAROLLI, *Il fallimento del mercato e i suoi antidoti: la proposta di Regolamento CE ed i sistemi di controparte centrale*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, p. 758
- THE HIGH LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (chaired by J. De Larosière), *Report*, 25 febbraio 2009
- UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia (lezioni)*, Roma, 1974
- VALDEZ, MOLYNEUX, *An Introduction to Global Financial Markets*, London, Palgrave, 6th edition, 2010
- VALLE, *Il contratto future*, in Trattato diretto da F. Galgano, *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, 4, 1997, 393
- VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in AGE, *Un anno con tredici lune: crisi e diritto*, 2009, p. 161 e ss
- VIVANTE, *I contratti differenziali secondo la legge e il regolamento del 1913 sulle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, p. 925 e ss.
- VIVANTE, *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle Borse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1913, pp. 925-929
- VIVANTE, *Il commercio fittizio dei cambi*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1927, pp. 281-294
- WAGNER, *Credit Derivatives, the Liquidity of Bank Assets and Bank Stability*, University of Cambridge, working paper, 2005
- WATKINS, *Legal issues and documentation*, in *Swap Financing Techniques*, a cura di Antl, London, 1987, 99-114
- WEBER, *A Short History of Derivative Security Markets*, University of Western Australia, Discussion Paper n. 08.10, 2008
- WHALEY, *Derivatives: Markets, Valuation and Risk Management*, New Jersey, 2006
- WYMEERSCH, *Europe's New Financial Regulatory Bodies*, working paper disponibile su ssrn ed in *Journal of Corporate Law Studies*, 2011, Vol 11
- ZADRA, *Relazione introduttiva*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni novanta*, a cura di G. MINERVINI, Napoli, 1993

Recenti pubblicazioni

- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza Financial disclosure, risk perception and investment choices.
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement.
Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
Evidence from the Italian market
V. Caivano

- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri
- 74** – agosto 2013
Quaderni di finanza Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation
 on the transparency of structured products
L. Giordano, G. Siciliano
- 3** – aprile 2013
Quaderni giuridici Le linee di azione della Commissione europea in materia
 di *corporate governance* e i riflessi sull'ordinamento italiano
S. Alvaro, B. Lupini
- 2** – febbraio 2013
Quaderni giuridici L'autodisciplina in materia di *corporate governance*.
 Un'analisi dell'esperienza italiana
S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano