



Derivati: uno strumento ancora da capire e da governare

Traccia dell'audizione del prof. Paolo Savona
alla Commissione Finanza della Camera dei
Deputati

Roma, 14 gennaio 2015



Premessa

- I derivati sono uno strumento finanziario utile ma difficile da governare
- Anche la dinamite è uno strumento utile, ma sono occorsi anni di studio e di esperimenti per evitare che continuasse a produrre danni e morti
- Per i derivati trasciniamo il problema da decenni e non siamo riusciti a fare quello che Nobel fece: controllare i modi per usarli senza danni



Perché i derivati hanno avuto tanto successo



- Inizialmente hanno rappresentato un modo per gestire meglio il rischio di mercato, soprattutto sui tassi di interesse e sui cambi
- Di seguito sono stati un modo efficace per aggirare i regolamenti bancari sempre più stringenti, anche beneficiando dell'adesione delle autorità all'idea dei mercati perfetti
- Gli economisti sanno che fatta una norma il mercato trova il modo per aggirarla



Le ultime gravi manifestazioni



- E' trascorso un ventennio da quando le poche voci che avvertivano il pericolo implicito nei derivati vennero tacitate ed è esplosa la crisi finanziaria mondiale
- In Italia il problema è tornato di attualità per l'uso fattone da una banca (il MPS) e dalla finanza pubblica e il non uso della BCE nei suoi primi *stress test* di sorveglianza
- Il problema del loro governo resta insoluto



Motivi del mancato governo dei derivati

1. Ignoranza mista a malafede
2. Istituzioni bancarie e finanziarie prive di regole di *governance* per i derivati
3. Architettura monetaria internazionale basata sul *dual use* volontario del dollaro, con regimi di cambio incoerenti con le regole WTO
4. Scissione tra capitalismo reale e capitalismo finanziario



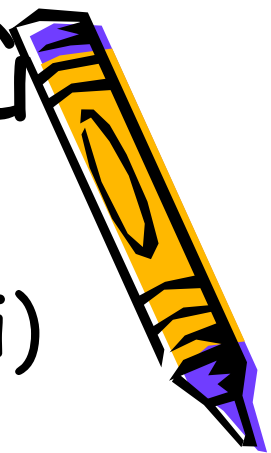
L'oggetto di questa memoria



- L'oggetto di questa memoria non è l'analisi del mercato dei derivati, ma dei due primi motivi del loro stato: ignoranza e *governance*
- In Italia si sono contati 19 diversi modi di calcolare il valore di un derivato, ma ne esistono innumerevoli altri secondo la forma matematica usata per valutare il rischio
- Se il rischio che si realizza non corrisponde all'ipotesi fatta, la copertura risulta alterata



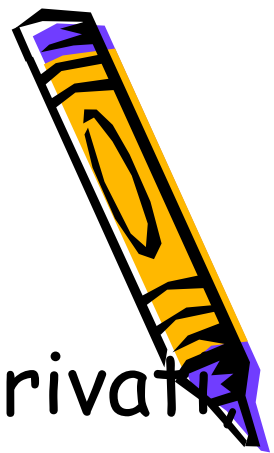
Non esiste un rischio, ma più rischi derivati



1. Rischi di mercato (ciclici o strutturali)
 2. Rischi di controparte (fallimenti)
 3. Rischi di *governance* (procedure difettose)
 4. Rischi di *compliance* (violazioni di norme)
 5. Rischi reputazionali (perdita reputazione)
- Ritenere che essi possano essere racchiusi in un'ipotesi di rischio unico preso a base di un calcolo è un'illusione mista a mala fede



L'innesto della mala fede



- Poiché il maggior guadagno viene dalle commissioni incassate dai contratti derivati, i venditori non rendono cosciente gli acquirenti dei rischi che corrono, ma solo dei vantaggi che possono ricavare **se i rischi si presentano come da loro ipotizzati**
- Il problema assume forme valutabili nei casi di derivati semplici (*plain vanilla*), assume forme **opache, imponderabili** al crescere della loro complessità



Dalla mala fede alla truffa

➤ La mala fede per informazione omessa assume le vesti di una truffa quando

1. si nasconde al cliente che il derivato complesso ha in seno titoli «spazzatura» (come lo erano i crediti *subprime*)
2. Oppure quando l'uso è suggerito per aggirare le norme (come evadere il fisco o trarre vantaggi contabili o risorse per i responsabili degli enti pubblici)



Le regole di *governance*

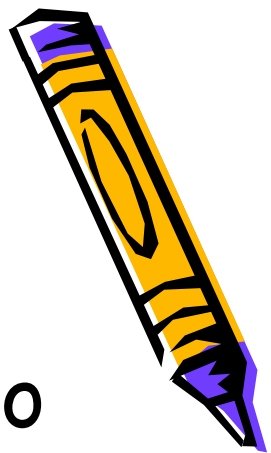


- L'eterogeneità dei metodi di valutazione e dei fini è tale che raramente i diretti superiori di un operatore in derivati, ancor meno i direttori o amministratori delegati e per niente i presidenti o consiglieri di amministrazione, possono conoscere i rischi che corrono la loro banca o la loro società
 - Lo stesso accade sia agli amministratori pubblici (salvo truffe organizzate in modo cosciente), sia agli enti di controllo



La mia esperienza

- In uno studio del 1996 indicai che una parte dei derivati fosse moneta che le banche centrali prima o dopo avrebbero dovute servire. Così è accaduto dal 2007
- Nel 2000 avvertii inoltre che gli enti locali stavano creando derivati «complessi» di dubbio contenuto. Tremonti ne proibì l'uso
 - I lavori condotti con Aurelio Maccario e Chiara Oldani furono pubblicati con gravi ritardi da riviste straniere (cfr. Allegato)



La mia diagnosi dei casi recenti



1. Il caso MPS è un esempio di ignoranza e assenza di *governance* interna del cliente e degli organi di controllo, misto a scarsa informazione resa dal venditore
2. Le perdite in derivati dello Stato sono una violazione del principio democratico della *no taxation without representation*
3. Ignorare i contenuti del problema danneggia le banche italiane negli *stress test ECB*



Tracce per una soluzione del problema tra privati

➤ Esistono due vie estreme e una intermedia per affrontare il problema

1. Proibire l'uso dei derivati a chiunque oppure permetterlo liberamente ai privati che operano solo con fondi propri e trasparenza
2. Consentirne l'uso se venditori e acquirenti si danno regole di *governance* trasparenti (compreso il metodo di valutazione dei rischi considerati)



... e del problema del settore pubblico



- Poiché esistono rischi di perdita, il settore pubblico non dovrebbe fare ricorso ai derivati per non violare il principio democratico della *no taxation*, salvo creare subito un adeguato fondo riserva
- Va creata una sezione autonoma (Corte dei Conti, Consob o *newagency*) per rimuovere l'opacità, autorizzarne la stipula e monitorarne l'evoluzione



Allegato

- Per conoscere la problematica dei derivati, fungere da sostegno delle valutazioni avanzate e fornire una vasta letteratura in materia, segnalo il mio lavoro

Sugli effetti macroeconomici dei contratti derivati - Dieci lezioni

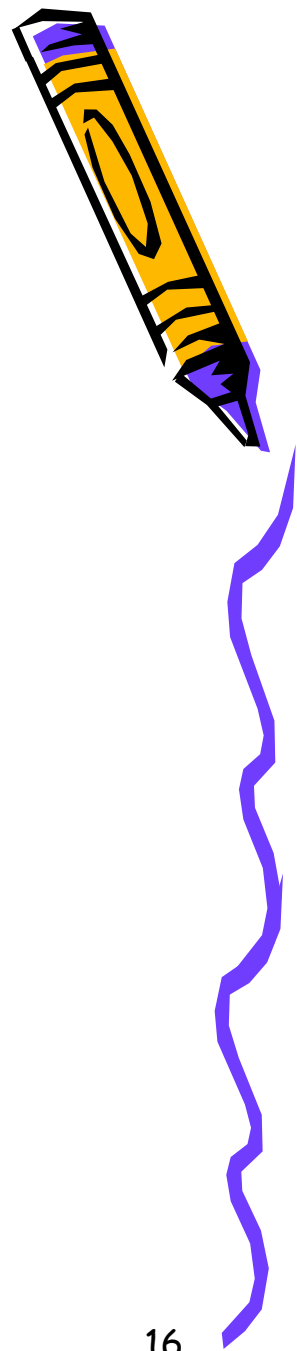
Luiss University Press, Roma 2010



25/02/2015



© Paolo Savona



25/02/2015