

Camera dei Deputati – 6^a Commissione Finanze

**Indagine conoscitiva sulle problematiche relative
alla diffusione di strumenti finanziari derivati**

Testimonianza del Direttore Centrale
Area Vigilanza creditizia e finanziaria della Banca d'Italia

Francesco Maria Frasca

Camera dei Deputati

16 dicembre 2004

Sommario

<i>1. Premessa</i>	<i>pag. 3</i>
<i>2. La funzione dei mercati dei derivati</i>	<i>pag. 4</i>
<i>3. I mercati internazionali dei derivati e quelli italiani</i>	<i>pag. 6</i>
<i>4. L'attività in derivati nei confronti delle imprese</i>	<i>pag. 9</i>
<i>5. L'attività di vigilanza</i>	<i>pag. 15</i>
<i>6. Conclusioni</i>	<i>pag. 19</i>

Appendice: Tavole e Figure

Premessa

Negli ultimi venti anni le pressioni competitive, le innovazioni tecnologiche, il processo di deregolamentazione hanno determinato cambiamenti profondi nella finanza. I mercati finanziari sono andati progressivamente integrandosi; in Europa l'integrazione si è fatta più rapida con l'avvio della moneta unica. Grazie all'innovazione finanziaria, l'offerta si è arricchita di una molteplicità di prodotti in grado di soddisfare le esigenze sempre più articolate degli operatori.

I mercati finanziari sono chiamati ad adempiere principalmente a due funzioni: l'efficiente allocazione dei capitali e la distribuzione dei rischi in una situazione caratterizzata da incertezza.

Mercati ben funzionanti costituiscono una infrastruttura essenziale per favorire la formazione del risparmio e la sua destinazione in impieghi produttivi; ne beneficia l'economia. Risulta rafforzata la stessa tutela del risparmio sancita dall'art. 47 della Costituzione.

Un sistema finanziario avanzato richiede costi di transazione estremamente contenuti e mercati completi, vale a dire, occorre che gli strumenti messi a disposizione siano numerosi per consentire la sottoscrizione di una gamma ampia di contratti, la cui corretta valutazione tenga conto di tutte le informazioni disponibili.

I derivati contribuiscono a elevare il livello di efficienza dei mercati, riducendo i costi di transazione, e a formare prezzi che incorporano prontamente le informazioni circa l'andamento dell'economia. Ampliando i margini di flessibilità nella gestione delle attività e delle passività finanziarie tendono ad accrescere la partecipazione degli operatori, rendendo più spessi e liquidi i mercati.

I derivati offrono nuove opportunità per la diversificazione dei rischi e concorrono a completare i mercati finanziari, con riguardo a quelli a termine la cui rilevanza ai fini dell'efficienza economica è stata oggetto di importanti

approfondimenti teorici (cfr. J. Hicks, *Value and Capital*, 1939) e ha avuto solidi riscontri empirici.

I mercati dei derivati sono strettamente connessi con quelli delle operazioni “a pronti”, nei quali le transazioni sono regolate entro il tempo strettamente necessario al trasferimento degli strumenti finanziari e della somma di denaro pattuita (in genere due o tre giorni lavorativi). Chi opera sul mercato “a pronti” può utilizzare gli strumenti derivati per modificare la propria posizione finanziaria in base alle aspettative di variazione dei prezzi di mercato.

Gli effetti dei derivati non sono confinati alla sola sfera finanziaria.

Essi sono in grado di influire sulle opportunità di investimento e di finanziamento degli operatori e, in ultima analisi, sull’economia reale. Possono essere utilizzati per assicurarsi da eventuali conseguenze negative di eventi futuri, trasferendo il rischio a soggetti in grado di meglio sostenerlo e gestirlo; anche quando vengono impiegati per finalità di arbitraggio o speculative possono determinare effetti positivi in termini di accresciuta liquidità del mercato e di convergenza dei prezzi verso valori di equilibrio.

L’utilizzo dei derivati non è esente da rischi; se non adeguatamente valutati, questi possono generare situazioni critiche per intermediari e operatori. Le Autorità seguono attentamente il fenomeno per prevenire l’insorgere di situazioni di instabilità.

La funzione dei mercati dei derivati

a. gli strumenti

Gli strumenti derivati sono contratti a termine che incorporano la promessa di eseguire una prestazione in relazione all’andamento dei corsi o dei rendimenti di determinati titoli di debito o di partecipazione, ovvero di valute; il valore del contratto “deriva” quindi dal prezzo di mercato dell’attività sottostante.

Le principali forme tecniche dei derivati finanziari sono rappresentate da *financial futures*, *swaps* e opzioni.

I *financial futures* sono contratti standardizzati, negoziati in mercati regolamentati, aventi per oggetto strumenti finanziari rappresentativi di un tasso di interesse a breve o a lungo termine, indici azionari o valute.

Con i contratti di opzione uno dei contraenti si riserva la facoltà di eseguire o meno un acquisto o una vendita a termine a un prezzo prefissato; in contropartita di questa facoltà viene corrisposto un premio all'altro contraente.

Le operazioni di *swap*, infine, sono contratti bilaterali in base ai quali i contraenti si scambiano periodicamente, con riferimento a un capitale “nozionale”, un flusso di interessi, ciascuno dei quali calcolato secondo parametri differenti (ad esempio, flussi di interesse a tasso fisso contro flussi a tasso variabile).

Accanto ai derivati finanziari si sono progressivamente sviluppati contratti derivati con i quali gli operatori possono cedere il rischio di credito insito nelle operazioni di finanziamento.

I derivati, di credito e finanziari, possono essere usati sia per finalità di copertura da rischi indesiderati, che vengono trasferiti ad altri soggetti, sia per assumere posizioni speculative, allo scopo di trarre vantaggio dai movimenti dei prezzi di mercato.

L'assunzione di rischi connessa con le operazioni in derivati non è dunque determinata unicamente dalle specificità contrattuali - quali il tipo di sottostante, gli elementi per il calcolo delle prestazioni, i tempi di esecuzione, le aspettative incorporate nel contratto ecc. - ma anche dalle finalità perseguite.

Sotto questo profilo, i rischi assunti operando con i derivati sono dello stesso tipo di quelli presi con le negoziazioni sui mercati “a pronti”: rischio di variazione dei tassi di interesse, di cambio e dei prezzi delle azioni; rischio di controparte (derivante dall'eventuale inadempienza o insolvenza della controparte del contratto); rischio legale (relativo a documentazione contrattuale incompleta o non corretta che impedisce la prestazione); rischio operativo (perdite eventuali dovute a errori umani, inadeguatezze delle procedure, dei sistemi informativi).

b. i mercati

I derivati vengono scambiati in mercati regolamentati e in quelli non regolamentati (cosiddetti *over-the-counter*). I primi, utilizzati per la

negoziazione prevalentemente di *futures*, ma anche di opzioni, sono mercati la cui struttura, tipologia di strumenti, modalità di accesso e di funzionamento sono dettate da precisi regolamenti.

In Italia le regole sono emanate dalla Cassa di Compensazione e Garanzia, che ha competenza anche sul mercato azionario a pronti. Vengono disciplinate le modalità di regolamento delle operazioni e le garanzie per la tutela dai rischi di mancato adempimento degli obblighi contrattuali, attraverso l'interposizione della stessa Cassa di Compensazione e Garanzia.

Nei mercati *over-the-counter* gli strumenti trattati non sono sempre standardizzati e le transazioni vengono concordate dagli operatori su base bilaterale; l'assenza di un organismo che garantisca il buon fine delle operazioni comporta per gli operatori l'assunzione di un rischio di controparte. Quest'ultimo si distingue dall'ordinario rischio di credito in quanto il suo ammontare dipende dalla fluttuazione nel tempo del valore di mercato del contratto in relazione al variare dei tassi di interesse o di cambio.

Nel prosieguo si farà riferimento soprattutto ai contratti derivati scambiati sul mercato *over-the-counter*.

I mercati internazionali dei derivati e quelli italiani

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) pubblica periodicamente informazioni statistiche sull'attività in derivati che si svolge sui principali mercati mondiali. Il volume delle negoziazioni è espresso attraverso il riferimento al cosiddetto valore nozionale, che rappresenta il valore delle attività a cui si riferiscono le operazioni; queste, senza essere scambiate, fungono da base per il calcolo dei flussi di pagamento.

Il valore nozionale non può essere considerato un indicatore del rischio connesso con le operazioni; tale aggregato acquista significato in relazione alle caratteristiche dello strumento derivato (variabilità attesa dell'attività sottostante – tassi di interesse, di cambio, prezzi delle azioni - durata, grado di liquidità del mercato, merito di credito della controparte del contratto).

Il rischio effettivo assunto dagli operatori è solo una frazione ridotta del valore nozionale.

Con riferimento al periodo giugno 2000 – giugno 2004, la consistenza delle operazioni in derivati negoziate dalle banche segnalanti alla BRI è cresciuta ininterrottamente, passando da 94.000 a 220.000 miliardi di dollari, di cui 200.000 nei Paesi G-10 (Tav.1), valore pari a 7,3 volte il PIL complessivo di questi Paesi.

La componente più dinamica è costituita dai derivati sui tassi di interesse, il cui valore nozionale è più che triplicato nello stesso periodo, raggiungendo a giugno di quest'anno il valore di 165.000 miliardi di dollari.

Parallelamente è cresciuto il valore di mercato di tutti i contratti, pari, sempre con riferimento allo scorso giugno, a circa 6.400 miliardi di dollari (Tavv. 2 e 3). Tale aggregato rappresenta il rischio effettivo assunto dagli operatori, in quanto esso è la perdita potenziale che si potrebbe determinare per effetto della inadempienza delle controparti.

Il mercato internazionale dei derivati è in prevalenza un mercato interbancario, utilizzato dagli intermediari per gestire le proprie posizioni di rischio; a esso fanno ricorso anche le imprese. Secondo una indagine condotta nel 2003 dall'ISDA - l'associazione internazionale che riunisce i maggiori operatori in titoli e derivati - il 92 per cento delle prime 500 imprese del mondo utilizza strumenti derivati, in particolare per gestire il rischio di variazione dei tassi di interesse.

In Italia, il valore nozionale complessivo dei derivati negoziati dalle banche, dopo aver raggiunto un picco di 7.200 miliardi di euro a marzo di quest'anno, a settembre scorso era pari a circa 6.400 miliardi di euro (8.300 miliardi di dollari), circa il 3,7 per cento dello stock in essere a livello mondiale. Il rischio relativo ai contratti derivati in essere al settembre 2004 è pari a 86,5 miliardi di euro (Tav. 4).

Del totale dei derivati negoziati dalle banche italiane, il 69 per cento viene scambiato sul mercato internazionale, il 31 con controparti residenti. Di fatto le banche italiane svolgono principalmente un'attività di intermediazione tra le posizioni in derivati assunte da operatori residenti e il mercato internazionale, trasferendo una parte rilevante del rischio sui bilanci delle maggiori banche commerciali e di investimento estere.

L'operatività in derivati sul mercato italiano è concentrata in un numero ridotto di intermediari. A giugno di quest'anno, i primi 3 gruppi bancari

detenevano il 70 per cento del totale dei derivati del sistema bancario italiano. E' questa una caratteristica tipica di tali mercati, considerati gli elevati requisiti professionali e organizzativi necessari per gestire i rischi ad essi connessi.

Livelli di concentrazione altrettanto elevati si riscontrano negli Stati Uniti: un rapporto dell'*Office of the Comptroller of the Currency* indica che nel 2004 ai primi 7 gruppi bancari è riconducibile circa il 90 per cento dell'attività in derivati.

Anche il mercato dei derivati di credito ha conosciuto di recente un rapido sviluppo. L'ammontare delle negoziazioni (valori nozionali) sul mercato mondiale ha raggiunto i 4.500 miliardi di dollari secondo l'indagine triennale della BRI; in Italia le operazioni erano pari a 87,4 miliardi di euro alla fine del 2003.

Il mercato italiano dei derivati finanziari non si discosta significativamente da quelli internazionali quanto a tipologie di rischio e strumenti trattati. Anche le nostre banche fanno ricorso alle operazioni in derivati per la gestione dei rischi presenti nel loro bilancio, per cogliere opportunità di guadagno o anche per svolgere funzioni di intermediazione dei rischi nei confronti di controparti costituite da altri intermediari, enti pubblici, imprese, investitori istituzionali.

L'attività di negoziazione, soprattutto nei confronti di controparti bancarie e finanziarie, rappresenta la quasi totalità delle operazioni poste in essere dalle banche.

Negli ultimi anni, al fine di soddisfare la richiesta di rendimenti elevati da parte degli investitori, sono stati offerti prodotti complessi, che associano titoli e strumenti derivati.

E' questa una evoluzione in atto anche in altri importanti paesi. La Bank of England ha posto in evidenza in una analisi riferita ai mercati *over-the-counter* pubblicata quest'anno la rilevanza della domanda tra le determinanti dello sviluppo di prodotti finanziari con strutture di derivati innovative. Nel lavoro viene posto in luce il ruolo delle banche nella predisposizione di titoli strutturati in grado di soddisfare le esigenze della clientela e nella trasformazione dei rischi nei mercati all'ingrosso.

L'attività in derivati nei confronti delle imprese

Nei rapporti con le imprese l'operatività degli intermediari consiste per lo più nella vendita di prodotti per la gestione dei rischi finanziari a cui esse sono esposte in relazione all'andamento dei tassi di interesse e di cambio.

Un esempio tipico è l'operazione con la quale una impresa con elevato indebitamento a breve termine o a tassi indicizzati a quelli a breve intende coprirsi da un eventuale rialzo dei rendimenti di mercato. Essa troverà conveniente stipulare un contratto con il quale si impegna a riconoscere alla controparte pagamenti a tasso fisso ricevendo un flusso di interessi a tasso variabile.

Questi contratti possono prevedere una combinazione di più strumenti derivati che possono comportare una "leva finanziaria" di molto superiore all'unità.

a. struttura finanziaria delle imprese

Il ricorso a strumenti derivati da parte delle imprese italiane va analizzato tenendo conto soprattutto della loro struttura finanziaria.

Le imprese italiane si caratterizzano, nel confronto internazionale, per una quota elevata dell'indebitamento verso banche, per lo più a breve termine e a tasso variabile.

L'indebitamento delle imprese non finanziarie italiane è tornato a salire a partire dal 1999.

Il rapporto tra il totale dei debiti finanziari delle imprese e il prodotto interno lordo, che si collocava al 49 per cento nel 1998, ha raggiunto il 62 per cento nel 2003 (Fig. 1). Si tratta di un valore elevato rispetto a quelli toccati nello scorso decennio, ma inferiore a quello dei principali paesi industriali: alla fine dello scorso anno il rapporto tra debiti finanziari e Pil era pari al 66 per cento in Germania, al 68 negli Stati Uniti, all'81 in Spagna e al 103 nel Regno Unito.

La crescita dell'indebitamento delle imprese italiane risulta anche dall'evoluzione del rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto (il *leverage*).

Grazie alla contrazione degli oneri finanziari e alla crescita dell'autofinanziamento registrate nell'ultima parte degli anni novanta, il rapporto aveva raggiunto un minimo del 34 per cento nel marzo del 2000; da allora ha cominciato a risalire, anche a causa della debolezza della fase congiunturale e della realizzazione, attraverso il ricorso all'indebitamento, di importanti operazioni di finanza straordinaria (Fig. 1).

Alla fine dello scorso anno il *leverage* delle imprese ha raggiunto il 44 per cento, un valore comunque inferiore di circa sette punti a quello medio degli anni novanta; con riferimento allo stesso anno, il grado di leva finanziaria delle imprese era del 47 per cento in Germania, del 44 nel Regno Unito, del 38 in Spagna e del 32 negli Stati Uniti (Fig. 2).

Il ricorso all'indebitamento rappresenta una caratteristica strutturale delle politiche finanziarie delle imprese italiane, soprattutto di quelle di piccola e media dimensione.

I bilanci relativi al 2002, ultimo anno per il quale si dispone in maniera completa delle informazioni disaggregate della Centrale dei bilanci, mostrano come, al diminuire della dimensione, il *leverage* delle imprese aumenti in maniera costante, dal 46 per cento per le aziende con più di 500 addetti al 62 per quelle con meno di 15. Il rapporto tra la componente bancaria e l'indebitamento finanziario complessivo, inoltre, risulta pari al 75 per cento per le aziende con meno di 15 addetti, a fronte di una quota del 49 per cento per le imprese con più di 500 dipendenti (Tav. 5).

Sebbene negli ultimi anni si registri una crescita delle forme di indebitamento a più lunga scadenza, alla fine del 2003 la quota dei finanziamenti con scadenza superiore a cinque anni rappresentava, nel nostro paese, solo il 32 per cento della consistenza totale dei prestiti, contro valori compresi tra il 46 in Spagna e il 64 per cento in Germania. Circa i tre quarti dei finanziamenti bancari alle imprese italiane sono a breve termine o a tasso indicizzato.

Nel caso delle piccole e medie imprese italiane, la struttura del passivo è caratterizzata anche dalla predominanza di finanziamenti a scadenza ravvicinata. Le informazioni tratte dalla Centrale dei bilanci indicano come il ricorso al credito a breve termine si accresca al diminuire della dimensione. Nel 2002 l'incidenza dei debiti bancari a breve sul complesso dei debiti bancari

si è collocata al 69 per cento per le aziende più piccole, a fronte del 53 per cento per le imprese più grandi.

La elevata quota dell'indebitamento a breve termine espone le imprese medio-piccole ai rischi connessi con un innalzamento dei tassi d'interesse e alimenta la domanda di strumenti derivati; la loro richiesta si affianca a quella proveniente dalle imprese di maggiore dimensione, orientate a una gestione dinamica delle attività e delle passività finanziarie. La domanda complessiva di derivati è soggetta a oscillazioni cicliche, con aumenti più cospicui nelle fasi in cui si diffondono aspettative di variazione dei rendimenti di mercato o nelle quali si amplia il ricorso al finanziamento regolato sulla base dei tassi a breve termine.

b. la domanda di derivati

Le aziende private, gli enti pubblici e le famiglie hanno beneficiato negli anni recenti di condizioni di finanziamento particolarmente favorevoli, che hanno incoraggiato il ricorso al credito a lungo termine, a tassi indicizzati ai rendimenti del mercato monetario. Tale evoluzione ha posto le premesse per una più ampia esigenza di forme di copertura a fronte dell'eventualità di rialzi dei tassi stessi.

Tra il 2003 e la prima metà del 2004 erano diffuse le attese di una accelerazione sostenuta dell'attività economica negli Stati Uniti. Nel corso del 2004 i comunicati della Riserva Federale indicavano che la politica monetaria avrebbe avuto una intonazione meno espansiva; il 30 giugno scorso le autorità monetarie statunitensi hanno aumentato il tasso obiettivo di 25 punti base e di altri 75 nelle tre riunioni successive. Le stime sulla crescita dell'economia statunitense sono state successivamente riviste al ribasso.

Sulla scia dell'andamento dell'economia americana, anche in Europa era attesa una ripresa intensa dell'attività produttiva. Di riflesso, le aspettative dei mercati finanziari sui tassi d'interesse in euro hanno assunto un chiaro orientamento al rialzo, sia sulle scadenze a breve termine sia su quelle a medio e a lungo termine.

La revisione al rialzo delle attese degli operatori sui rendimenti in euro è messa in evidenza dai tassi di interesse impliciti nei futures sugli eurodepositi a

tre mesi e nei contratti swap (Fig. 3). Alla fine del 2000, i rendimenti dei *futures* a quattro anni erano pari al 5,5 per cento, coerenti con un rialzo dei tassi a breve termine in euro di circa mezzo punto percentuale nel quadriennio 2001-04; un'analoga indicazione proveniva dai tassi a termine a un anno, con decorrenza fine 2004, impliciti nei contratti swap, che si collocavano attorno al 5,7 per cento, quando il tasso a un anno corrente era pari al 5,0 per cento.

Alla fine del 2002, i rendimenti dei *futures* implicavano un rialzo dei tassi a breve termine in euro nel biennio 2003-04 di circa un punto percentuale; un'analoga indicazione proveniva dai tassi a termine nei contratti *swap*, che sulla scadenza di due anni in avanti si collocavano attorno al 4,2 per cento, quando il tasso a un anno corrente si collocava al 3,0 per cento.

Contrariamente alle aspettative, nel corso del 2003 la dinamica dell'economia dell'area è rimasta modesta. Ne è conseguito un progressivo slittamento in avanti delle attese di rialzo dei rendimenti in euro. Le curve dei tassi a termine hanno tuttavia mantenuto per tutto il periodo una pendenza positiva. All'inizio dello scorso novembre, i tassi *futures* erano coerenti con un rialzo dei tassi a breve termine fino a 1 punto percentuale entro la fine del 2006; i tassi a termine a un anno con decorrenza dalla fine del 2006 si collocavano attorno al 3,5 per cento, all'incirca 1 punto percentuale al di sopra del valore corrente del tasso a un anno.

La decisione delle imprese di indebitarsi a tasso variabile, oltre che consentire una riduzione degli oneri finanziari in periodi di tassi calanti, era frutto di comportamenti razionali, in quanto, anche prefigurando aspettative di rialzo dei tassi di interesse, i costi della copertura e del debito contratto erano complessivamente inferiori al costo relativo ad un finanziamento a tasso a medio-lungo termine.

Le operazioni di copertura hanno consentito alle imprese di stabilizzare gli oneri finanziari complessivi che gravano su ciascun esercizio. In assenza di strumenti di copertura, lo stesso risultato in termini di costo finanziario annuale può essere perseguito soltanto con un allungamento, anche notevole, della durata del finanziamento, con un costo in termini di rigidità della gestione finanziaria dell'azienda.

In alternativa a prodotti standardizzati, quali l'*interest rate swap*, le imprese hanno stipulato contratti più articolati, in genere rappresentati dalla combinazione di due o più strumenti elementari.

L'articolazione dei contratti era preordinata a ridurre il costo della copertura – in termini di flussi di cassa negativi – e a fornire protezione dall'eventuale rialzo dei tassi di interesse. Al fine di contenere il costo della copertura imprese e banche hanno stipulato contratti di opzione che esponevano le imprese al rischio di ribasso dei tassi di interesse (cosiddetto *floor*), rischio allora ritenuto poco probabile essendo ormai i tassi giunti a livelli storicamente contenuti.

Nella seconda metà del 2003 per l'ulteriore, inatteso, ribasso dei tassi sui mercati europei e per il mancato apprezzamento del cambio del dollaro non si sono determinate le condizioni di mercato rispetto alle quali molte imprese si erano assicurate mediante contratti derivati.

Va peraltro osservato che, se il rialzo dei tassi di interesse si fosse effettivamente verificato, al beneficio per le imprese che avevano stipulato contratti derivati avrebbero fatto riscontro oneri per la gran parte delle aziende, che non si erano cautelate da una tale eventualità; ne avrebbero risentito anche le famiglie, che negli anni recenti hanno largamente finanziato l'acquisto o la ristrutturazione delle abitazioni con mutui a tasso variabile.

In relazione a tale evoluzione, banche e imprese si sono sovente accordate per rinegoziare i contratti in essere; l'alternativa sarebbe stata la chiusura anticipata dei contratti, che avrebbe comportato oneri immediati per le imprese in una fase già caratterizzata da flussi di reddito dell'attività produttiva inferiori a quelli attesi.

I contratti sono stati allineati agli attuali scenari di mercato; prime stime indicano una quota di contratti oggetto di accordi di ristrutturazione pari a circa il 20 per cento del totale delle operazioni in essere. Tali revisioni, che spesso prevedono un allungamento della scadenza dei contratti originari, consentono all'impresa di ridurre gli esborsi periodici e, quindi, attenuano gli impatti negativi sulla gestione finanziaria corrente.

c. l'offerta di derivati

Gli strumenti derivati negoziati con le imprese italiane rappresentavano a dicembre del 2000 il 2 per cento del totale dei derivati in essere presso il sistema bancario; essi sono cresciuti fino al 4,2 per cento a dicembre del 2003 e si sono attestati al 3,3 per cento a giugno di quest'anno.

Da un'indagine condotta presso i principali gruppi bancari a quest'ultima data le imprese che hanno in essere derivati sono dell'ordine di 30.000.

Del totale dei contratti stipulati con le imprese l'83,6 per cento è rappresentato da derivati su tassi d'interesse, il 14,3 per cento da derivati su cambi. L'attività è concentrata in pochi gruppi bancari di grandi dimensioni: i primi 4 intermediari detengono circa il 70 per cento dei derivati negoziati con le imprese.

Le segnalazioni alla Vigilanza forniscono indicazioni sul rischio di controparte assunto dalle banche in relazione alle operazioni in derivati. Come già menzionato, il rischio viene approssimato considerando l'esposizione sulla base di una misura del "valore di mercato" (cosiddetto *mark-to-market*) delle posizioni in essere. Il valore, se positivo, misura il rischio della banca per l'inadempienza della controparte rispetto agli obblighi previsti dai contratti derivati.

Alla data di settembre scorso le segnalazioni indicano un "valore di mercato" positivo per circa 4,8 miliardi nei confronti delle imprese e di circa 350 milioni nei confronti del settore pubblico.

I dati a disposizione della Vigilanza, come in altri Paesi avanzati, non consentono di effettuare un'analisi del rischio di controparte nei confronti di singole imprese e di distinguere tra derivati stipulati con finalità di copertura ovvero speculative.

In termini di requisito patrimoniale, l'esposizione delle banche al rischio di controparte per contratti derivati collocati presso le imprese rappresenta meno dell'1 per cento delle attività ponderate per il rischio di credito. In Francia, uno dei pochi paesi per i quali sono disponibili analoghe informazioni, lo stesso rapporto è dell'ordine del 3 per cento, un valore che il FMI definisce "modesto".

Se calcolato in percentuale del valore nominale dei contratti, il rischio delle banche nei confronti di imprese italiane è sceso progressivamente dal 4,2 per cento a dicembre del 2000 al 2,2 a giugno di quest'anno. Valori non dissimili si riscontrano per i mercati esteri; nella già citata indagine della Banca dei Regolamenti Internazionali il rischio dei contratti effettuati con imprese non finanziarie era pari a giugno 2004 al 3,4 per cento del valore nozionale.

La Banca d'Italia segue con attenzione l'evoluzione di tali aggregati non solo per ragioni di stabilità sistemica ma anche per accertare che non ci siano conseguenze negative sulla disponibilità di credito al sistema industriale.

La dinamica del credito è rimasta sostenuta negli anni recenti, ben superiore alla crescita dell'attività economica

L'attività di vigilanza

a. livello internazionale

Lo sviluppo del mercato dei derivati è stato nel corso degli anni attentamente seguito da organismi internazionali, banche centrali e autorità di vigilanza nazionali. Risalgono agli inizi degli anni novanta i lavori condotti da autorità monetarie volti ad acquisire informazioni sullo sviluppo dei mercati degli strumenti derivati e sulle transazioni finanziarie su tali prodotti (Rapporto del 1992 dello *Euro-currency Standing Committee* costituito presso la Banca dei Regolamenti Internazionali).

A questi lavori sono seguite altre iniziative, sempre nell'ambito della BRI, per migliorare le statistiche sui prodotti derivati e le informazioni disponibili per gli investitori sui rischi di credito e di mercato cui sono esposti gli intermediari finanziari.

Sempre negli stessi anni si sono svolti i lavori del Comitato di Basilea per l'introduzione di una normativa prudenziale per l'applicazione alle banche di requisiti patrimoniali a fronte dei rischi assunti attraverso la negoziazione di strumenti finanziari; la regolamentazione del Comitato è del 1996. Nello stesso periodo, il Comitato di Basilea ha emanato le linee guida per una corretta gestione da parte delle banche dei rischi connessi con gli strumenti derivati, indicando, quali elementi essenziali:

- un forte coinvolgimento dei vertici aziendali nella definizione delle strategie, nella determinazione dei livelli di rischio, nella

- predisposizione delle politiche di gestione dei rischi;
- un adeguato processo di gestione dei rischi in termini di sistemi di rilevazione affidabili, metodi di misurazione, fissazione di limiti alle esposizioni;
 - compiute procedure di controllo interno e di auditing.

Più di recente, nel nuovo Accordo di Basilea, approvato lo scorso giugno, sono contenute specifiche previsioni volte a rendere più rigorosa la gestione degli strumenti derivati detenuti per finalità di negoziazione nel breve termine. Nell'ambito del Comitato di Basilea sono in corso approfondimenti per promuovere significative modifiche ai requisiti patrimoniali a fronte del rischio di controparte sui contratti derivati. L'obiettivo è di incentivare le banche a utilizzare metodologie avanzate di calcolo di tale rischio.

b. livello nazionale

L'attività delle banche e degli altri intermediari in prodotti derivati è oggetto di controllo da parte della Consob e della Banca d'Italia.

Il vaglio della Commissione viene esercitato ai sensi della disciplina sui servizi di investimento contenuta nel Testo unico della finanza e definita dai regolamenti di attuazione emanati dalla stessa Consob. Agli intermediari sono imposti obblighi di trasparenza e regole di comportamento diretti a porre le controparti nella condizione di operare scelte consapevoli in ordine alla negoziazione di strumenti finanziari (artt. 21 e segg. Dlgs. 58/98).

In particolare, per quanto riguarda la negoziazione con la clientela di strumenti finanziari, inclusi i derivati, la disciplina Consob annovera tra i propri punti qualificanti gli obblighi relativi alla consegna al cliente di una informativa generale di tipo standardizzato sui rischi finanziari nonché l'obbligo per l'intermediario di astenersi dall'eseguire operazioni "non adeguate" rispetto alla situazione del cliente.

Alla disciplina sugli intermediari si affianca quella della "sollecitazione all'investimento", nel caso di soggetti che emettono strumenti finanziari mediante offerta al pubblico; anche quest'ultimo profilo è regolato dal Testo unico della finanza e dalla disciplina di attuazione della Consob, il cui punto più rilevante è costituito dalla consegna al cliente del "prospetto informativo".

Alla Banca d'Italia è affidato il compito di vigilare sulla sana e prudente gestione degli intermediari, avendo riguardo alla stabilità e alla competitività del sistema bancario. In questa ottica le operazioni in derivati sono oggetto di valutazione per i riflessi sulla rischiosità dei bilanci bancari.

Fin dagli anni ottanta vennero introdotte regole che limitavano la possibilità per le banche di operare in strumenti derivati con finalità speculative. Dal 1993 la Banca d'Italia raccoglie in modo sistematico dati sull'attività in derivati degli intermediari bancari e finanziari. Nel 1994, in coerenza con quanto andava delineandosi nelle sedi internazionali, la Banca d'Italia ha introdotto una specifica regolamentazione e ha rafforzato gli strumenti di supervisione sull'attività di intermediazione finanziaria svolta dalle banche.

Il quadro regolamentare si basa sull'individuazione di un livello di patrimonio adeguato a coprire le perdite che, su base probabilistica, si stima possano verificarsi in un certo arco temporale. Alle regole quantitative si affianca la previsione di requisiti organizzativi per lo svolgimento dell'attività di intermediazione, nella consapevolezza che il contenimento dei rischi dipende in misura rilevante dalle modalità di governo dell'impresa e dai comportamenti posti in essere dagli operatori.

La normativa è indirizzata ad accrescere la professionalità delle banche nell'offerta di prodotti complessi, tra i quali risultano i derivati; in particolare, le banche devono disporre di adeguate procedure per la misurazione e gestione dei rischi finanziari e di controparte.

Il rafforzamento dei presidi organizzativi restringe il numero delle banche in grado di offrire contratti derivati e di gestirne i relativi rischi.

In tale ambito, si inquadrano le recenti iniziative volte a promuovere una normativa più stringente sull'operatività nel comparto dei derivati e una migliore conoscenza del fenomeno attraverso l'arricchimento delle informazioni disponibili.

In particolare, il CICR ha assunto, il 23 marzo 2004, su proposta della Banca d'Italia una delibera con la quale è stato previsto che, con riferimento

all'attività svolta in settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione, la Banca d'Italia possa emanare disposizioni per definire le condizioni minime per operare in tali comparti, con specifico riguardo ai requisiti di natura organizzativa e alle metodologie di valutazione del profilo di rischio.

La prima applicazione della delibera riguarda l'attività in derivati di credito; in particolare, è in corso di distribuzione un documento per la consultazione del sistema bancario, con il quale la Banca d'Italia intende proporre modifiche alla normativa in materia di controlli interni.

La delibera del Comitato potrà in prospettiva trovare applicazione anche in altri ambiti operativi laddove si ravvisino quegli elementi di complessità che possono condurre le banche a svolgere attività non coerenti con i principi di sana e prudente gestione.

Sempre nel corso del 2004, la Vigilanza ha richiamato le banche sulla necessità di rispettare le disposizioni emanate in materia di operatività in derivati degli Enti locali e territoriali dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con Regolamento del 1° dicembre 2003. In particolare, al fine di evitare rischi legali connessi con la validità dei contratti, le banche sono state sollecitate a verificare che le operazioni in questione siano corredate dell'opportuna documentazione comprovante il rispetto di tutte le prescrizioni ivi contenute, le quali sono per lo più volte a evitare che gli enti locali possano stipulare contratti derivati che non rispondano ad effettive necessità di copertura delle proprie passività.

La Banca d'Italia ha poi previsto un ampliamento del numero delle informazioni che le banche sono tenute ad inviare sulla propria attività in derivati. Dal 1° gennaio 2005, i derivati finanziari *over-the-counter* saranno rilevati nella Centrale dei rischi gestita dalla Banca d'Italia; in particolare, le banche dovranno segnalare il differenziale positivo di ciascuna transazione in derivati, che rappresenta il credito potenziale vantato dall'intermediario nei confronti della controparte.

Conclusioni

L'uso dei derivati consente alle imprese progressi significativi ai fini della gestione dei rischi finanziari. L'utilizzo di questi strumenti deve essere guidato da obiettivi strategici e finalizzato a stabilizzare i flussi reddituali futuri riducendo l'incertezza di costi e ricavi, con effetti positivi sul valore delle attività.

Le imprese che operano in derivati devono disporre degli strumenti di analisi necessari a vagliare gli elementi contrattuali e devono prestare la massima attenzione ai profili di rischio delle singole operazioni, valutandoli nel quadro di un'evoluzione attesa della redditività aziendale.

Contratti particolarmente articolati possono essere richiesti da quelle imprese in grado non solo di coglierne gli eventuali vantaggi, ma soprattutto di poterne sostenere i potenziali rischi.

Banche e imprese hanno uguale opportunità di accesso alle informazioni sull'andamento delle principali variabili del mercato finanziario. In un contesto di integrazione dei mercati dei titoli e delle valute, i prezzi delle attività finanziarie rispondono alle attese sull'evoluzione dell'attività economica nelle principali aree del mondo e sulle misure anticicliche che verranno assunte dalle autorità fiscali e monetarie.

Sulla base delle prospettive indicate dagli organismi internazionali e dai principali previsori privati vengono orientate le scelte di investimento, le politiche di finanziamento adottate dalle imprese, l'offerta di credito e di servizi finanziari da parte degli intermediari.

Per una valutazione corretta e rigorosa dei vantaggi ma anche dei rischi connessi con la negoziazione di strumenti derivati sono essenziali, presso banche e imprese, organizzazione, specializzazione, professionalità.

All'interno delle banche è necessario uno stretto raccordo tra le strutture incaricate di disegnare le caratteristiche dei prodotti e quelle deputate a definire con le imprese le forme più opportune di assistenza finanziaria. L'analisi della struttura finanziaria dell'impresa e della sua esposizione ai rischi di mercato è

propedeutica all'individuazione del contratto che meglio si adatta al profilo di rischio-rendimento dell'impresa stessa.

I presidi organizzativi sono presupposto per il puntuale rispetto delle norme sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti degli intermediari nell'offerta dei servizi di investimento stabilite dal Testo unico della finanza.

Anche nella rinegoziazione delle caratteristiche dei contratti sono necessarie una stretta interazione tra banche e imprese, una condivisione delle analisi sull'evoluzione prospettica delle variabili di mercato e una valutazione congiunta della capacità delle imprese di sostenere i potenziali oneri connessi con i contratti.

Alla base delle scelte finanziarie non può non esserci un esercizio previsivo. Le proposte di finanziamento da parte delle banche si devono basare su una visione prospettica e dinamica delle vicende dell'impresa. La possibilità delle imprese di far fronte agli impegni è legata alla capacità di generare reddito.

Il rafforzamento delle relazioni tra banche e imprese consente di definire l'assistenza finanziaria più adeguata in relazione alle prospettive del quadro macroeconomico.

Flussi abbondanti di credito e servizi di finanza aziendale di qualità elevata sono essenziali per sostenere il processo di accumulazione. Tuttavia, la crescita delle imprese, la loro affermazione sui mercati, interno e internazionali, non possono prescindere dall'evoluzione del quadro congiunturale, e, soprattutto, dalla capacità di innovare, di valorizzare le risorse umane, tecniche e finanziarie di cui esse dispongono.

Tavole e Figure

Tavola 1

Valore nozionale dei derivati *over-the-counter* suddivisi per fattore di rischio e tipologia di contratto

(Importi in miliardi di dollari)

Fattori di rischio/Tipologie contrattuali	Valore Nozionale				
	giugno 2000	giugno 2001	giugno 2002	giugno 2003	giugno 2004
TOTALE CONTRATTI	94.008	98.835	127.509	169.658	220.058
Totale derivati su cambi	15.494	16.910	18.068	22.071	26.997
Forward e scambi di valuta	10.504	10.582	10.426	12.332	13.926
Swap	2.605	3.832	4.215	5.159	7.033
Opzioni	2.385	2.496	3.427	4.580	6.038
Totale derivati su tassi	64.125	67.465	89.955	121.800	164.626
Forward rate agreement	6.771	6.537	9.146	10.271	13.144
Interest rate swap	47.993	51.407	68.234	94.583	127.570
Opzioni	9.361	9.521	12.575	16.946	23.912
Totale derivati su azioni	1.646	1.885	2.214	2.799	4.520
Forward e swap	340	329	386	488	691
Opzioni	1.306	1.556	1.828	2.311	3.829
Totale derivati su materie prime	584	590	777	1.040	1.270
Oro	261	203	279	304	318
Altre materie prime	323	387	498	736	952
Totale altri derivati	12.159	11.985	16.495	21.948	22.645

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Derivatives markets statistics 2003-2004*

Tavola 2

Valore di mercato dei derivati *over-the-counter* suddivisi per fattore di rischio e tipologia di contratto

(Importi in miliardi di dollari)

Fattori di rischio/Tipologie contrattuali	Valore di Mercato Lordo				
	giugno 2000	giugno 2001	giugno 2002	giugno 2003	giugno 2004
TOTALE CONTRATTI	2.572	3.113	4.450	7.896	6.395
Totale derivati su cambi	577	772	1.052	996	866
Forward e scambi di valuta	283	395	615	476	308
Swap	239	314	340	419	442
Opzioni	55	63	97	101	116
Totale derivati su tassi	1.230	1.573	2.467	5.458	3.951
Forward rate agreement	13	15	19	20	29
Interest rate swap	1.072	1.404	2.213	5.004	3.562
Opzioni	145	154	235	434	360
Totale derivati su azioni	293	199	243	260	294
Forward e swap	62	49	62	67	63
Opzioni	231	150	181	193	231
Totale derivati su materie prime	80	83	79	100	166
Oro	19	21	28	12	45
Altre materie prime	61	62	51	88	121
Forward e swap	-	-	-	-	-
Opzioni	-	-	-	-	-
Totale altri derivati	392	486	609	1.082	1.118

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Derivatives markets statistics 2003-2004*

Tavola 3**Valore nozionale e valore di mercato dei derivati *over-the-counter* con controparti imprese non finanziarie**

(Importi in miliardi di dollari e valori percentuali)

	2000	2001	2002	2003	2004
	<i>Giugno</i>	<i>Giugno</i>	<i>Giugno</i>	<i>Giugno</i>	<i>Giugno</i>
Valore nozionale	94.008	98.835	127.509	169.658	220.058
<i>--- di cui imprese non finanziarie</i>	9.756	10.505	15.000	20.886	28.866
Valore di mercato (al lordo di compensazioni)	2.572	3.114	4.450	7.896	6.395
<i>--- di cui imprese non finanziarie</i>	397	452	696	1.071	972
Valore di mercato in % del nozionale	2,7	3,2	3,5	4,7	2,9
<i>--- di cui imprese non finanziarie</i>	4,1	4,3	4,6	5,1	3,4

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Derivatives markets statistics 2003-2004*

Tavola 4

Operatività in strumenti derivati delle banche italiane

(Importi in milioni di euro e valori percentuali.)

	2000	2001	2002	2003	2004		
	Dicembre	Dicembre	Dicembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre
Valori Nozionali	1.643.167	2.903.326	3.752.726	5.604.832	7.258.761	6.685.563	6.404.999
--- di cui Banche	1.280.543	2.444.583	3.036.778	4.366.845	5.750.337	5.382.805	5.155.442
--- di cui con controparti residenti	607.903	967.699	1.311.699	1.943.437	2.158.127	2.078.979	1.991.113
---- di cui con imprese residenti	33.236	64.448	130.834	233.743	235.533	222.895	223.607
--- Banche in % del totale	78	84	81	78	79	81	80
---- Imprese residenti in % del totale	2,0	2,2	3,5	4,2	3,2	3,3	3,5
Valori Intrinseci (Gross market value)							
--- Positivi	61.900	50.952	64.701	105.683	100.534	81.643	86.512
--- di cui con controparti residenti	41.306	22.806	30.953	34.817	41.477	34.553	36.212
---- di cui con imprese residenti	1.381	2.758	3.519	4.958	5.418	4.828	4.807
--- Saldo tra valore intrinseco positivo e negativo	-100.061	12.079	6.765	41.159	17.552	9.865	12.628
--- di cui con controparti residenti	-21.716	4.113	4.423	6.115	7.873	6.694	7.343
---- di cui con imprese residenti	358	904	-775	3.685	4.212	3.719	3.571
Valore intrinseco positivo in % del nozionale	3,8	1,8	1,7	1,9	1,4	1,2	1,4
--- con controparti residenti	6,8	2,4	2,4	1,8	1,9	1,7	1,8
---- con imprese residenti	4,2	4,3	2,7	2,1	2,3	2,2	2,1
Per memoria:							
Prestiti delle banche alle imprese residenti	532.492	572.459	598.135	635.132	628.241	640.725	638.832
Valore positivo in percentuale del debito bancario							
<i>Imprese residenti</i>	0,3	0,5	0,6	0,8	0,9	0,8	0,8

Fonte: Banca d'Italia, Segnalazioni di vigilanza

Tavola 5

Indicatori di indebitamento delle imprese e composizione dei debiti

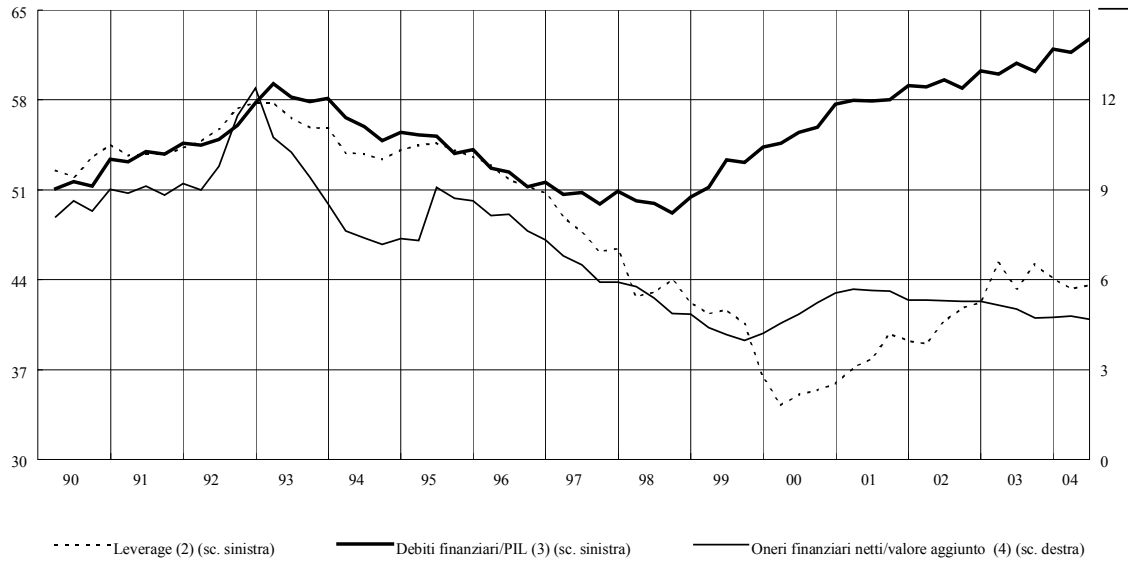
(Valori percentuali)

	1999	2000	2001	2002
Indicatori di indebitamento				
Leverage	52,3	50,2	50,4	50,5
Debiti finanziari / fatturato	29,1	28,3	29,3	30,6
Debiti finanziari / valore aggiunto	128,3	130,8	133,5	141,4
Composizione dei debiti				
Debiti finanziari in % dei debiti totali	46,8	45,3	47,1	48,3
-----Debiti bancari in % debiti finanziari	63,3	62,8	61,6	60,0
----- <i>Imprese per classi di addetti:</i>				
-----1-14	72,9	62,1	68,6	74,7
-----15-49	76,5	77,1	75,9	75,5
-----50-199	72,3	70,9	70,9	69,5
-----200-499	63,0	62,6	60,5	61,7
-----oltre 500	51,9	52,5	50,8	48,8
-----Debiti bancari a breve in % debiti bancari	65,0	66,6	63,4	61,7
----- <i>Imprese per classi di addetti:</i>				
-----1-14	69,2	68,4	72,3	68,5
-----15-49	71,2	73,0	72,8	74,9
-----50-199	70,5	72,6	71,6	70,0
-----200-499	62,8	61,2	59,0	55,2
-----oltre 500	56,6	60,1	53,4	52,6

Fonte: Elaborazioni su dati della Centrale dei Bilanci

Figura 1

INDEBITAMENTO E ONERI FINANZIARI DELLE IMPRESE ITALIANE ⁽¹⁾
(dati trimestrali; valori percentuali)

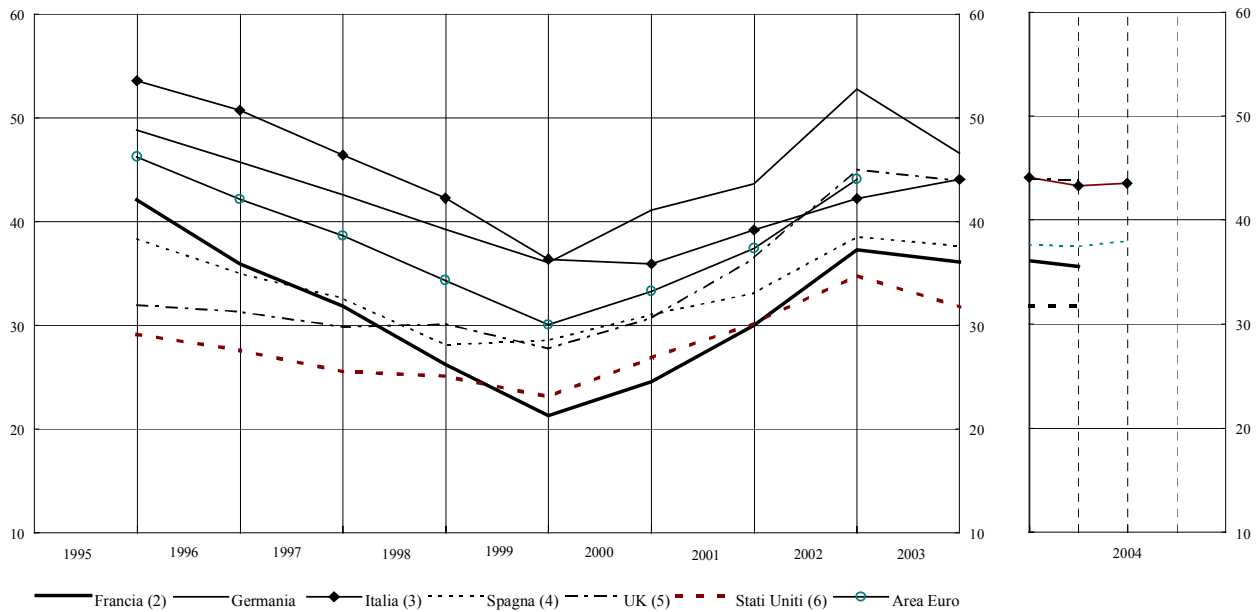


Fonte: Conti finanziari, Istat.

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. (2) Il leverage è calcolato come il rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto. (3) Al denominatore, somma del Pil degli ultimi quattro trimestri. (4) Stima del valore aggiunto delle società non finanziarie basata sui dati dei conti istituzionali e della contabilità nazionale ISTAT.

Figura 2

LEVERAGE DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE: UN CONFRONTO INTERNAZIONALE (1)
(valori percentuali)



Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note.

(1) Dati annuali fino al 2003, dati trimestrali per il 2004. Il leverage è misurato come rapporto tra i debiti finanziari e l'aggregato composto dagli stessi debiti finanziari e dal patrimonio netto. - (2) Fonte: Banque de France - (3) Fonte: Banca d'Italia