

CAMERA DEI DEPUTATI  
IV Commissione  
(Finanze)

**Problematiche relative al collocamento di  
strumenti finanziari derivati**

Audizione del Presidente dell'ABI  
Avv. Corrado Faissola

## Indice

1. Origine e funzione dei derivati
2. Gli strumenti derivati: tipologie e numeri
3. Analisi del quadro macroeconomico-finanziario degli ultimi anni, utile a spiegare il crescente ricorso da parte delle imprese a strumenti derivati
4. Il ricorso delle imprese a strumenti di gestione dei rischi
5. Il ruolo degli intermediari nel mercato degli strumenti derivati
6. La finanza locale e i derivati agli enti locali
7. Le iniziative ABI in tema di derivati alle EE.LL.
8. La nuova disciplina del rapporto banca-clientela corporate avente ad oggetto strumenti finanziari derivati introdotta dalla MIFID
9. Le proposte parlamentari in materia di derivati agli enti locali

**Appendice 1** – Esempi di utilizzo di derivati a fini di copertura

**Appendice 2** – Dati sugli scambi e l'utilizzo dei derivati

## Capitolo 1

### Origine e funzione dei derivati

I contratti derivati, in via generale, sono strumenti finanziari il cui valore dipende o è determinato dal valore, o dal cambiamento di valore, di una determinata attività sottostante, nonché da altre variabili, la cui rilevanza e influenza cambia a seconda della struttura e della complessità del derivato. Queste variabili sono combinate insieme sulla base di modelli matematici (i c.d. modelli di *pricing*), che vengono utilizzati dagli operatori e dagli investitori per stimare in un qualunque momento il valore teorico di mercato (o *fair value*) del derivato ed effettuare le proprie scelte di investimento/disinvestimento.

L'innovazione finanziaria negli ultimi decenni ha prodotto tipologie di strumenti derivati con livelli di complessità e caratteristiche strutturali diverse tra loro. Dai primi contratti *forward* si è passati, con la moderna finanza, agli *swap* e ai contratti di opzione, fino a strumenti dalle strutture più articolate. Quando si parla di strumenti derivati, quindi, ci si riferisce ad un insieme molto eterogeneo di strumenti con caratteristiche e meccanismi di funzionamento differenti<sup>1</sup>.

L'attività sottostante un contratto derivato può avere natura reale (merci, prodotti energetici, materie prime) o finanziaria (azioni, titoli di Stato, obbligazioni, tassi di interesse, tassi di cambio, indici azionari, tassi di inflazione). I derivati su tali strumenti, sia reali che finanziari, sono utilizzati per gestire i rischi di variazione avversa dei prezzi, cioè i rischi c.d. di mercato. Negli ultimi anni, poi, è andato crescendo l'interesse anche per strumenti di gestione di altre tipologie di rischio, quali quello di credito, derivante dal possibile inadempimento o fallimento di un determinato soggetto, nonché i rischi meteorologici, connessi a eventi o indicatori atmosferici.

Si è quindi di fronte ad un crescere dell'importanza e della rilevanza degli strumenti finanziari derivati, situazione riconosciuta anche a livello europeo; non è certo un caso se la MiFID tiene conto di nuove, numerose, tipologie di strumenti finanziari derivati, sia con riferimento alla natura del sottostante

---

<sup>1</sup> I primi derivati nascono nelle piazze borsistiche americane nella seconda metà del 1800, per consentire ai produttori di merci agricole e di bestiame di assicurarsi un prezzo certo per la vendita futura delle proprie merci. Più di recente, negli anni settanta, con lo svilupparsi delle transazioni finanziarie e, soprattutto, con l'abolizione dell'accordo di Bretton Woods, che stabiliva tassi di cambio fissi tra le valute, nasce l'esigenza di disporre di efficaci strumenti di gestione del rischio, contro la volatilità dei tassi di cambio. Nascono così i primi contratti derivati finanziari, utilizzati appunto per svolgere attività di *hedging* su portafogli azionari ed obbligazionari, su tassi di interesse e tassi di cambio. Nel 1972 si avviano le negoziazioni sul Chicago Mercantile Exchange (CME) e solo nel 1992 apre le porte il primo mercato italiano di derivati (MIF), oggi non più in attività.

che alla struttura di funzionamento, rispetto alla precedente Direttiva sui Servizi di Investimento (ISD).

La struttura del contratto derivato può prevedere che, alla scadenza, la consegna fisica dell'attività sottostante possa essere sostituita dalla liquidazione di un differenziale monetario (c.d. *cash settlement*). Tale modalità è utilizzata, oltre che in tutti i casi in cui sia previsto nelle caratteristiche del prodotto, laddove l'attività non è, per le sue caratteristiche, consegnabile.

Un'altra caratteristica molto importante dei contratti derivati è la possibilità di utilizzare, ad esempio per effettuare attività di copertura, somme relativamente ridotte per impegnare importi più elevati. In pratica, attraverso i prodotti derivati, anziché versare/ricevere il controvalore complessivo dei titoli (come avverrebbe nel caso di investimento diretto), si versa solo una frazione di questo (a titolo di garanzia o di acquisto della facoltà futura), impegnandosi, ora per allora, a comprare o a vendere o riservandosi di farlo (opzione). Tale capacità è definita "effetto leva" o "leverage". Naturalmente, l'effetto leva comporta che le oscillazioni di prezzo dell'attività sottostante si ripercuotano sul prodotto derivato in maniera sovra-proporzionale, amplificando i guadagni ma anche le perdite.

Per avere un'idea di cosa questo significhi, si consideri, ad esempio, che, per acquistare un contratto future sul titolo azionario FIAT, pari ad un valore nominale di circa 11000 euro<sup>2</sup>, è sufficiente anticipare poco più di 1100 euro<sup>3</sup>. Gli effetti economici saranno quindi riferiti al capitale nominale, e pertanto, ad esempio, un movimento favorevole del 5% del prezzo delle azioni FIAT si tradurrà in un flusso positivo pari a 550 euro, con un guadagno netto sul capitale effettivamente investito del + 50% circa. Ovviamente, questo varrà anche nel caso di movimenti al ribasso del titolo. Quando si parla pertanto di valore nominale o nominale del contratto derivato si fa riferimento al valore dello stesso in termini di attività sottostante. Tuttavia, proprio per l'effetto leva, il valore nominale di un derivato non corrisponde necessariamente all'effettivo esborso sostenuto dal compratore, come normalmente avviene per la maggior parte degli strumenti finanziari non derivati (ed esempio azioni e obbligazioni).

I derivati sono un importante mezzo di gestione e trasferimento dei rischi di mercato. Infatti, un soggetto avverso al rischio può proteggersi da variazioni avverse, ad esempio, dei prezzi di un titolo azionario, o di un tasso di interesse, affiancando alla posizione o al portafoglio che si vuole proteggere una operazione in derivati di segno opposto stipulata con un altro soggetto. In tale modo, le eventuali perdite sull'attività sottostante,

<sup>2</sup> Calcolato come il prodotto tra il numero di titoli sottostanti il future (500 azioni) e il prezzo di mercato del titolo FIAT (circa 22 euro).

<sup>3</sup> Il margine iniziale richiesto dalla Cassa di Compensazione e Garanzia è, per il future su azioni FIAT, stabilito pari al 10,75 % del controvalore del contratto.

che si determinano in caso di variazione sfavorevole dei prezzi, saranno neutralizzate dai corrispondenti profitti derivanti dalla posizione in derivati.

I contratti derivati, oltre che consentire il trasferimento dei rischi, svolgono anche una importante funzione informativa per il mercato. Essi, esprimendo il prezzo futuro di un bene o di una attività finanziaria, contribuiscono a completare lo stock informativo, dando indicazione del valore (atteso) a termine dei beni o delle attività finanziarie a cui sono correlate (c.d. attività sottostanti), migliorando in tale modo il processo di formazione dei prezzi.

Per le funzioni svolte, quindi, i contratti e i mercati derivati sono stati riconosciuti dalla teoria economico-finanziaria elemento di fondamentale importanza per l'efficienza complessiva del sistema finanziario. In particolare, le contrattazioni a termine contribuirebbero al miglioramento dell'efficienza di "completezza", assicurando la possibilità di effettuare scambi relativi a tutte le scadenze future, e dell'efficienza "allocativa", contribuendo a distribuire proficuamente le risorse a disposizione. In particolare, la completezza dei mercati assume un ruolo determinante per il raggiungimento dell'efficienza complessiva dell'economia. L'innovazione finanziaria, introducendo nuovi strumenti sempre più idonei ed efficaci, svolge un ruolo fondamentale poiché consente di trasferire e ripartire il rischio nel tempo e tra i diversi soggetti economici.

## Capitolo 2

### Gli strumenti derivati: tipologie e numeri

Non è semplice fornire una panoramica completa delle varie tipologie di strumenti derivati, poiché varie sono le loro caratteristiche e quello dei derivati costituisce uno dei settori della finanza in cui l'innovazione finanziaria, più che in altri, ha trovato fertile terreno. E' possibile tuttavia operare una distinzione di base, differenziando i prodotti con strutture "semplici" – quali *forward*, *future*, *opzioni* e *swap* - da quelli più complessi, spesso nati quale evoluzione e/o combinazione delle predette strutture.

Tra i prodotti derivati "semplici", anche detti *plain vanilla*, si annoverano tre principali famiglie di strumenti: i contratti *forward/future*, i contratti di opzione e gli *swap*. Con un contratto *forward* l'acquirente si impegna ad acquistare dal venditore alla scadenza del contratto una determinata quantità di attività sottostante ad un prezzo stabilito. Quando questi contratti sono scambiati su di un mercato regolamentato essi prendono il nome di contratti *future*.

Il contratto di *opzione*, invece, prevede che l'acquirente acquisisca la facoltà, dietro pagamento di un "premio", di ritirare alla, o entro la, scadenza dal venditore, che ne ha diversamente l'obbligo, una determinata quantità di attività sottostanti ad un prezzo concordato (c.d. "prezzo di esercizio"). Questa tipologia di opzione si chiama "opzione call". Quando invece oggetto della facoltà dell'acquirente è la consegna al venditore dell'attività sottostante alle medesime condizioni di cui sopra, l'opzione è nominata "opzione put".

Infine, la forma tipica di un contratto *swap plain vanilla* prevede che due controparti si impegnino a scambiarsi, per un periodo di tempo predefinito, due flussi di pagamenti periodici, uno di importo fisso e l'altro variabile (o entrambi variabili), calcolati su di un importo monetario di riferimento (c.d. valore nozionale). Inoltre un contratto di *swap* può essere chiuso anticipatamente rispetto alla sua conclusione contrattuale e in questo caso le controparti regolano tra di loro il valore del contratto, rappresentato appunto dal mark-to-market.

Per i contratti *swap*, tra i quali i più diffusi sono senza dubbio i contratti che prevedono lo scambio di flussi di interesse periodici (c.d. interest rate swap) non esiste un mercato secondario e una forma standardizzata, come invece accade per i contratti derivati negoziati sui mercati regolamentati (*future* e *opzioni*). Il valore di uno *swap* calcolato mediante un modello matematico (cd. "valore di mercato") rappresenta il valore teorico del contratto in un determinato momento ipotizzando la perfetta eguaglianza tra le controparti dello *swap* (dal punto di vista del merito creditizio), l'inesistenza di costi transazionali e la possibilità di negoziare l'operazione sul mercato a prescindere dall'importo specifico oggetto del contratto. Il termine "teorico",

quindi, evidenza che il valore di mercato è ipotetico a causa di questi fattori e che nella realtà gli operatori assegneranno alle operazioni di swap valori economici non necessariamente corrispondenti alle risultanze del modello matematico. Il valore di mercato di uno swap dipende dai prezzi correnti delle variabili di mercato rilevanti per la stima dei flussi futuri di interesse. Per sua natura, il valore di mercato di uno swap in un determinato momento prescinde dal valore dei flussi di cassa già liquidati nel corso dell'operazione, per cui ha un contenuto informativo insufficiente per poter valutare l'operazione nel suo complesso.

I contratti di interest rate swap possono prevedere un contenuto opzionale. In tali casi la determinazione dei flussi di cassa dipende da condizioni che si potranno verificare in momenti successivi alla stipula del contratto o da formule matematiche complesse. Ad esempio, nel caso dei contratti collar, una delle due controparti paga il tasso variabile solo se esso rimane entro un determinato "corridoio", definito da un tetto (c.d. cap) e da un valore minimo (c.d. floor).

Come detto, i contratti derivati possono essere utilizzati per la gestione dei rischi. Ad esempio, per immunizzare dal rischio di cambio un incasso commerciale in valuta estera, è possibile acquistare un contratto di opzione put su un capitale nozionale pari al flusso atteso; tale strumento derivato, dietro pagamento di un premio iniziale, consente di scambiare la valuta estera (es. USD) con quella domestica (es. EUR) ad un tasso di cambio prefissato. In caso di apprezzamento dell'EUR sul USD, e quindi di salita del tasso di cambio di mercato EUR/USD sopra il tasso di cambio concordato nell'opzione, il diritto verrà esercitato e consentirà di limitare le perdite. Nel caso, invece, in cui il tasso di cambio non dovesse salire, l'opzione non verrà esercitata, con il solo costo sostenuto per il pagamento del premio.

Un altro esempio può essere rappresentato dal caso di un soggetto che detiene un finanziamento a tasso variabile – poiché ad esempio si è finanziato per cinque anni al tasso Euribor – e intende proteggersi dal rialzo dei tassi di interesse che determinerebbero esborsi per interessi crescenti. A tal fine, può trasformare la propria esposizione in una a tasso fisso, attraverso un contratto di swap. In particolare, con tale contratto, il soggetto in questione si accorda di ricevere periodicamente dalla controparte flussi d'interesse variabili (calcolati applicando il tasso Euribor) e di pagare alla stessa flussi calcolati applicando al capitale di riferimento un tasso di interesse fisso prestabilito. In altre parole, ad ogni scadenza periodica verrà regolata tra le parti la differenza tra i due tassi, tale che, laddove il tasso variabile Euribor superi il tasso fisso, riceverà dalla controparte la differenza tra il tasso Euribor e il tasso fisso; quando diversamente il tasso Euribor scende sotto il tasso fisso, sarà tenuto a pagare alla controparte la differenza tra il tasso fisso e il tasso variabile. In tale modo, pur mantenendo in essere il finanziamento a tasso variabile, l'abbinamento di un tale contratto swap consente di dare certezza ai flussi di cassa originati dalla propria esposizione debitoria.

In definitiva, dunque, va osservato che la gestione dei rischi attraverso l'utilizzo di derivati si concretizza in maniera differente in relazione allo specifico prodotto utilizzato o combinazione di prodotti utilizzati. Ad esempio, con l'acquisto di un'opzione, a fronte dell'esborso iniziale corrispondente al premio pagato da parte del contraente che si protegge dal rischio, alla scadenza dell'operazione l'eventuale perdita per lo stesso contraente è, nel peggiore dei casi, limitata all'importo inizialmente pagato. Rimane altresì intatta la possibilità di trarre beneficio potenzialmente illimitato da variazioni favorevoli del prezzo dell'attività o posizione sottostante.

Nel caso sopra descritto di un contratto swap, invece, a fronte di una variazione dei tassi di interesse, i guadagni così come le perdite future per il contraente rimangono potenzialmente illimitate. Tuttavia ai guadagni o alle perdite corrispondono rispettivamente maggiori o minori oneri finanziari sul debito sottostante. Complessivamente, la posizione del contraente risulta stabilizzata in quanto lo swap ha trasformato l'indebitamento a tasso variabile in una posizione debitoria complessiva a tasso fisso. Si rimanda all'appendice n. 1 per una descrizione analitica del funzionamento dei contratti.

La protezione dai rischi, poiché svolge una funzione economica, è una attività non priva di costo per chi la pone in essere. Tuttavia, la natura di tale costo differisce a seconda della tipologia di derivato utilizzato. Nel caso dell'opzione, il costo della copertura è costituito dal "premio" corrisposto al venditore per acquistare la facoltà di acquistare (nella *call*) e vendere (nella *put*). Tale onere è assimilabile al costo di una polizza assicurativa. Diversamente, quando si utilizzano altre tipologie di contratto, quali future e swap, il costo della copertura non è di immediata determinazione, poiché non è previsto nel meccanismo contrattuale un esborso iniziale come per il contratto di opzione. In questi casi, dunque, il costo della copertura può essere ragionevolmente individuato nel c.d. "costo opportunità", rappresentato dal possibile mancato guadagno a cui si rinuncia in caso in cui le previsioni iniziali dovessero risultare disattese. Inoltre, diversamente dai contratti di opzione il costo non è determinabile a priori.

Appare utile fornire anche una indicazione quantitativa degli scambi di strumenti derivati ed del loro utilizzo.

Dalla tabella 1.1 (cfr. Appendice 2) si riscontra come i derivati, diversi dalle opzioni, abbiano avuto una tendenza crescente per ognuna delle tipologie considerate. Nello specifico, il peso maggiore in termini di nozionale scambiato si riscontra con riferimento ai derivati su tassi d'interesse. In base ai dati del primo trimestre del 2007 il nozionale dei derivati in cui le banche operanti in Italia hanno venduto (acquistato) il tasso fisso (variabile) è ammontato a circa 2.300 miliardi di euro. Negli ultimi 6 anni il tasso di crescita medio annuo del nozionale dei derivati su tassi d'interesse è stato poco inferiore al 40%.

Subito dopo ai derivati su tassi d'interesse vi sono, in ordine di incidenza del nozionale, i *future*: a marzo 2007 il nozionale dei derivati in cui le banche hanno venduto (acquistato) l'indice di riferimento è stato pari a quasi 150 miliardi di euro, un valore che si raffronta con i circa 55 miliardi registra nel primo trimestre del 2001.

Nel dettaglio per tipologia di strumento si riscontra dalla tabella 1.2 che i contratti derivati più utilizzati sono gli Interest Rate Swap, con un nozionale pari a circa 1.700 miliardi di euro a marzo 2007.

Passando ad esaminare le opzioni, dalla tabella 2.1 si riscontra che il nozionale delle *call* vendute dalle banche operanti in Italia è stato pari a circa 540 miliardi di euro a marzo 2007, registrando una crescita media annua negli ultimi 6 anni pari a circa il 35%. In termini di composizioni, le opzioni *call plain vanilla* pesano, in base agli ultimi dati disponibili, per circa l'88% del totale (cfr. tabella 2.2 per la composizione dettagliata per tipologia di opzione), una quota superiore di circa 6 punti percentuali rispetto alla media del periodo 2001-primo trimestre 2007.

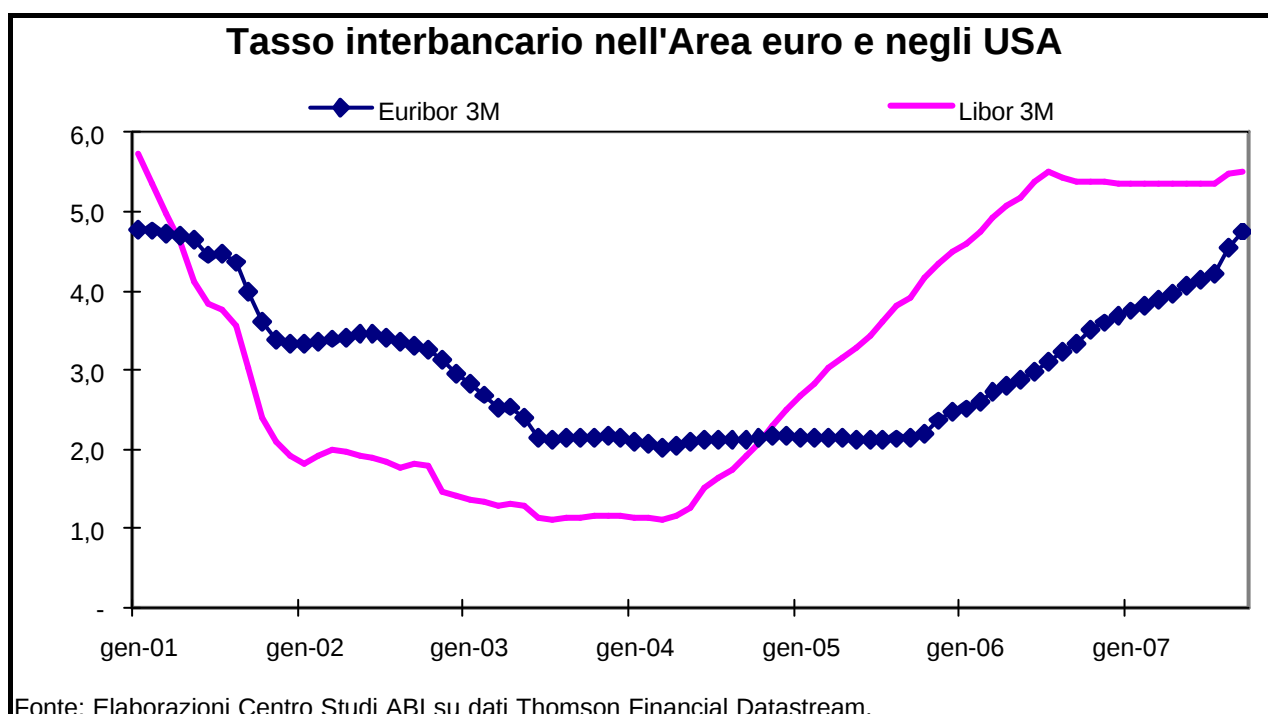
Le opzioni put vendute dalle banche operanti in Italia sono ammontate, in termini di valore nozionale, a circa 645 miliardi di euro nel primo trimestre del 2007, registrando una crescita media annua negli ultimi 6 anni del 18% circa. In termini di composizioni, le opzioni *put plain vanilla* pesano, in base ai dati relativi a marzo 2007, per circa il 90% del totale (cfr. tabella 2.2 per la composizione dettagliata per tipologia di opzione), una quota in linea con la media osservata nel periodo 2001-primo trimestre 2007.

### Capitolo 3

## Analisi del quadro macroeconomico-finanziario degli ultimi anni, utile a spiegare il crescente ricorso da parte delle imprese a strumenti derivati

Negli ultimi 5/6 anni il contesto macroeconomico e finanziario è stato fortemente condizionato dalle politiche monetarie attuate dalle due principali banche centrali, cioè la *Federal Reserve* e la Banca Centrale Europea. In particolare, dal grafico 1 si riscontra come sia il tasso interbancario a 3 mesi praticato nell'Area dell'Euro (*Euribor*) che quello osservato negli Usa (*Libor*) abbiano evidenziato un andamento cosiddetto ad "U": in altri termini, dopo un periodo di forte rallentamento dei tassi di mercato, al seguito del quale nel 2004 si sono toccati livelli storicamente bassi, le politiche monetarie hanno invertito drasticamente la loro tendenza riportando recentemente i tassi di *policy* sui livelli registrati agli inizi del 2001.

Grafico 1



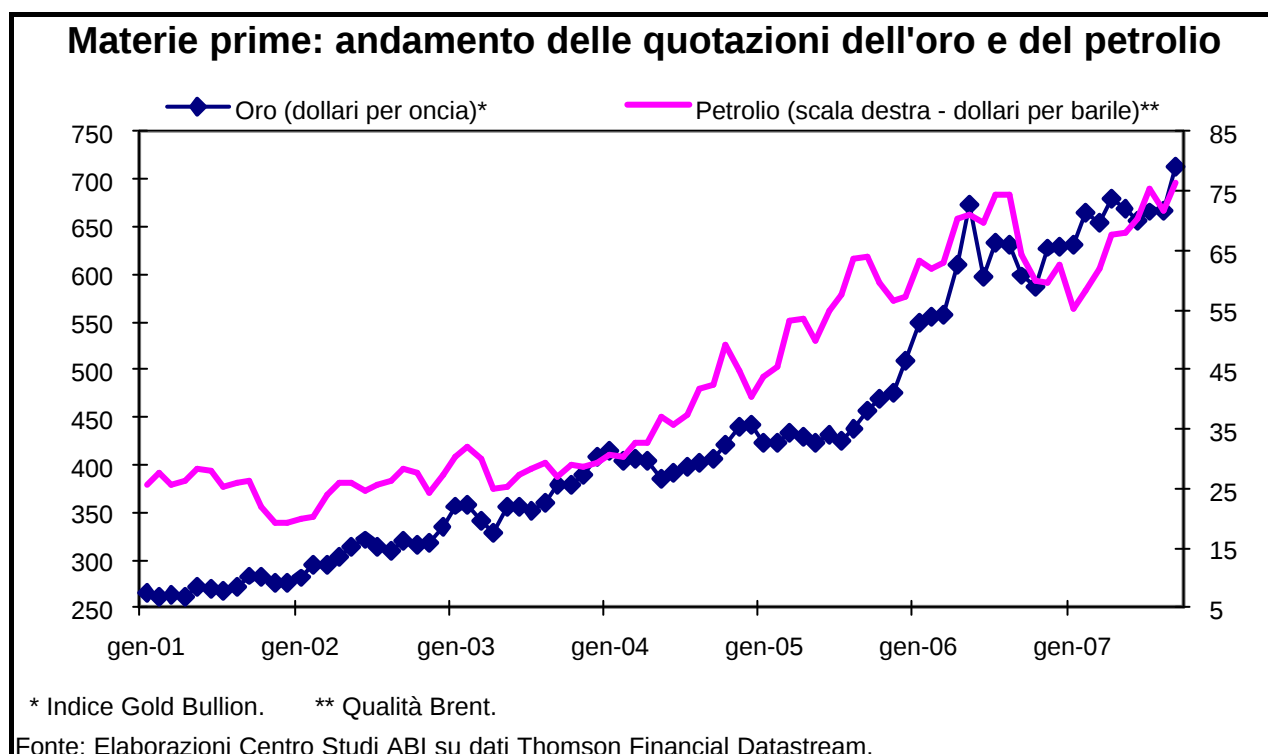
Queste dinamiche dei tassi d'interesse, connesse con il forte disavanzo di parte corrente degli Usa, hanno determinato un notevole apprezzamento del tasso di cambio dollaro/euro che, a settembre 2007, ha raggiunto un livello medio pari 1,40, il livello più alto registrato dall'introduzione dell'euro.

Gli ultimi anni sono stati poi caratterizzati da diverse tensioni geopolitiche, come la guerra in Iraq ed il conflitto da Israele e Libano, che concentrandosi nel medio-oriente, l'area a maggiore produzione di greggio, hanno inevitabilmente indotto delle tensioni sulle quotazioni del petrolio. A ciò si è aggiunta anche la forte crescita di domanda di materie prime energetiche proveniente dai paesi in via di sviluppo – primi fra tutti Cina ed India – che hanno determinato un'esplosione del prezzo del greggio che, nell'ultimo periodo, ha raggiunto e superato i 90 dollari per barile (cfr. grafico 2).

Tutti questi eventi hanno introdotto un alto grado di incertezza negli analisti e negli operatori economici che si sono trovati ad agire in un mercato fortemente mutevole e caratterizzato da una notevole incertezza.

Un indicatore del livello di incertezza presente sui mercati finanziari è riscontrabile dall'osservazione dell'andamento delle quotazioni del bene rifugio per eccellenza, cioè l'oro. Nello specifico, un'oncia d'oro è passata dai 260 dollari circa di inizio 2001 agli oltre 700 dollari del settembre 2007 e recentemente è stata superata la soglia degli 800 dollari (cfr. grafico 2), evidenziando un'evoluzione fortemente crescente che ha portato l'oro su quotazioni record.

Grafico 2

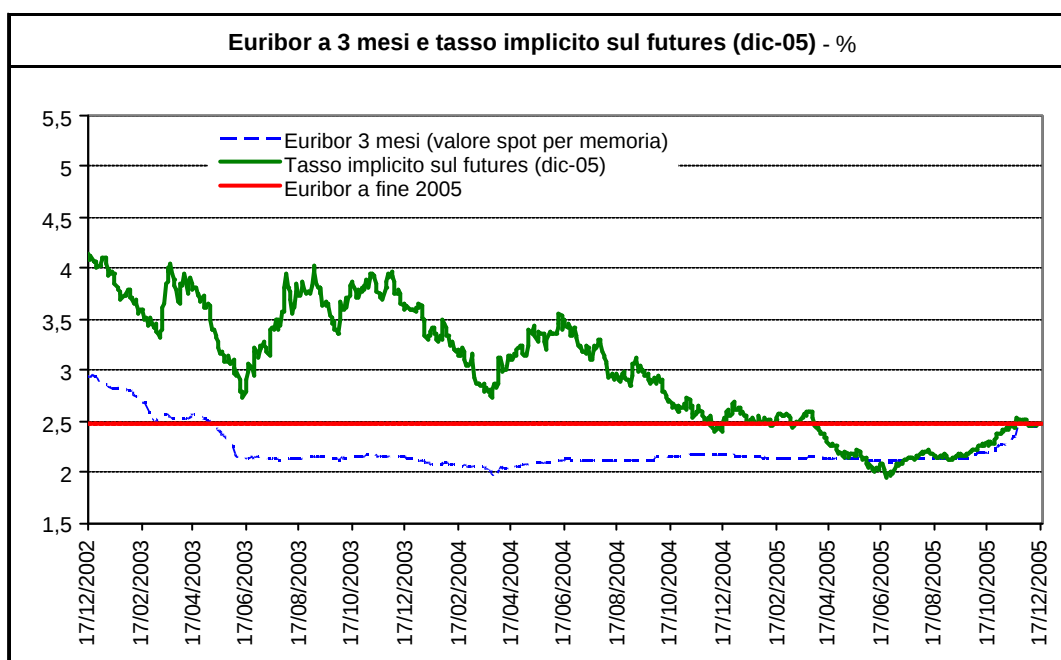


Nel clima di incertezza che si è venuta a determinare una significativa crescita delle difficoltà (del resto sempre presenti) di prevedere l'andamento

futuro dei tassi di interesse tanto da parte dei mercati finanziari quanto da parte dei principali centri di previsione pubblici e privati.

Nel grafico 3 viene evidenziato l'andamento effettivo del tasso Euribor a 3 mesi tra la fine del 2002 e la fine del 2005. Alla fine del 2002 a fronte di un tasso spot di mercato interbancario pari al 2,9 per cento il mercato finanziario si attendeva una rilevante risalita dei tassi: il contratto futures del dicembre 2005 quotava infatti un tasso superiore al 4,1 per cento. Il grafico mostra come queste attese siano perdurate e lo scarto tra il valore "previsto" e quello che poi si è effettivamente verificato nel dicembre 2005 (linea retta tratteggiata) è rimasto assai elevato durante tutto il biennio 2003/04.

Grafico 3

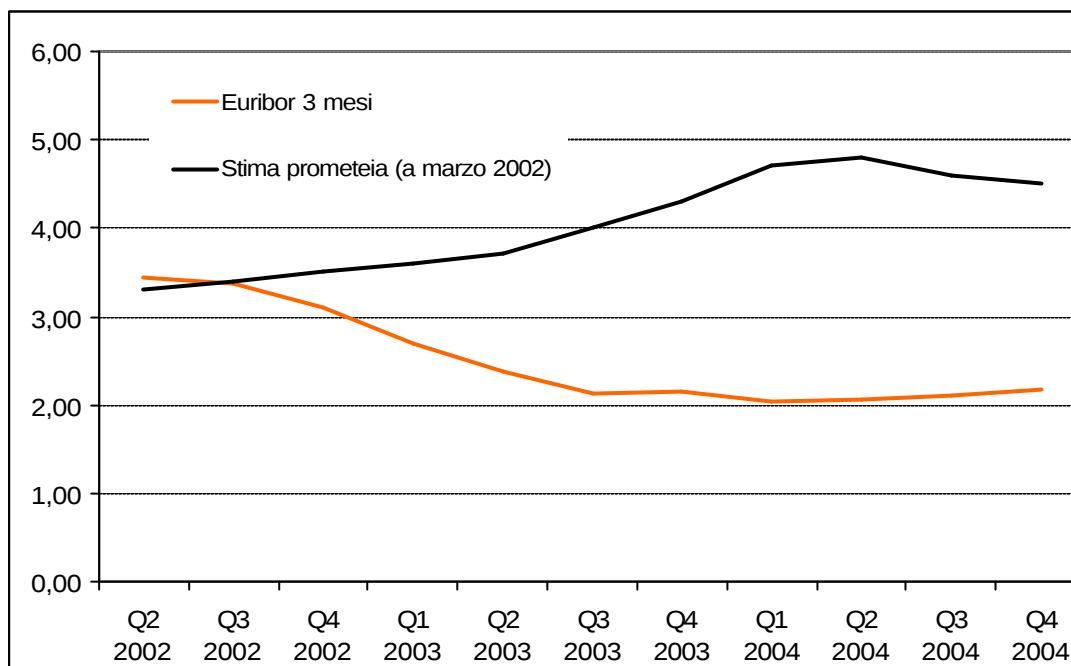


Fonte: Thomson Financial Datastream

Nel grafico 4 si offrono indicazioni analoghe non più considerando le valutazioni implicite del mercato finanziario sui tassi futuri ma le previsioni formulate da un primario, accreditato istituto privato di ricerche econometriche (Prometeia).

Grafico 4

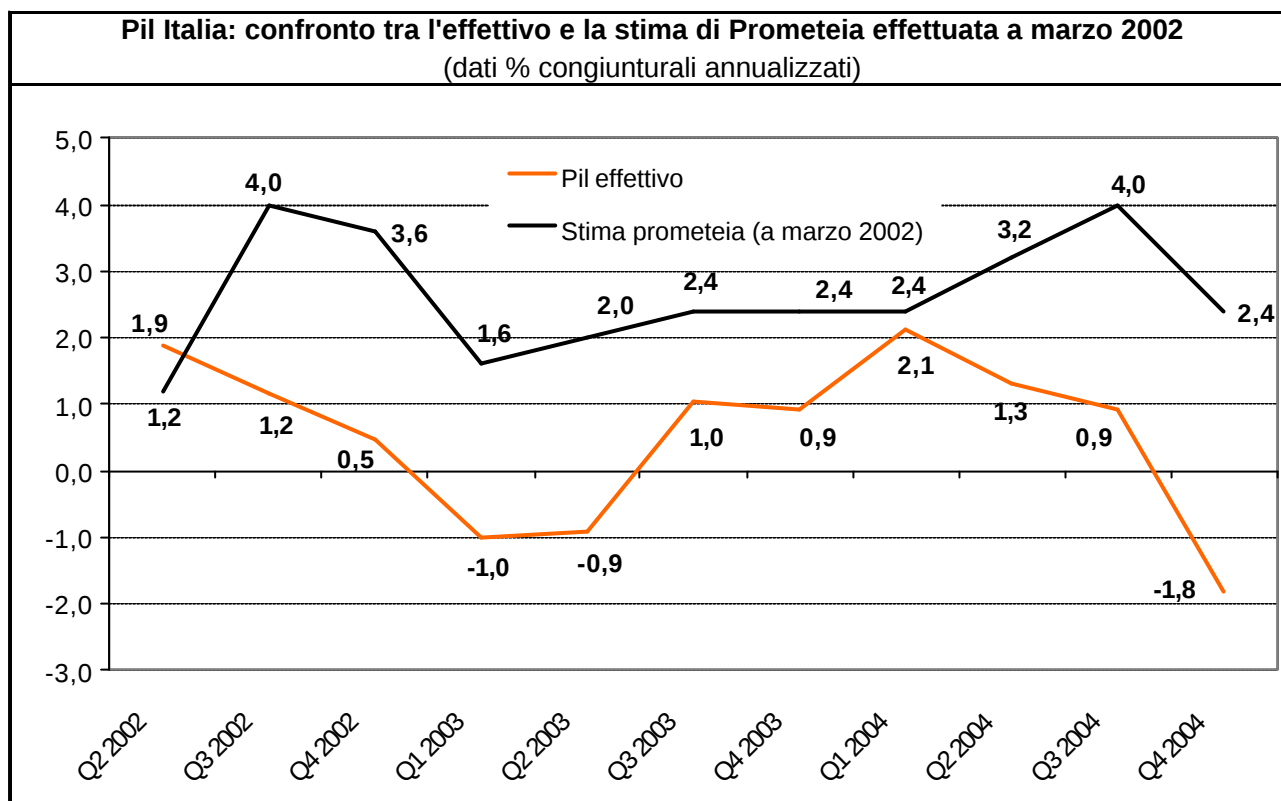
**Tassi di interesse a breve termine: andamento effettivo e previsto (stime centri privati).**



Nel rapporto di marzo 2002, l'istituto bolognese stimava che a fronte di tassi interbancari a 3 mesi allora appena al di sopra del 3 per cento nel terzo trimestre del 2003 gli stessi tassi avrebbero toccato il 4 per cento per salire fino a poco al di sotto del 5 nel secondo trimestre del 2004, livello su cui sarebbero più o meno rimasti anche alla fine del 2004. Come si vede dallo stesso grafico quelle stime - comuni del resto a quasi tutti i previsori nazionali ed internazionali, pubblici e privati - si sono rivelate disallineate dal momento che i tassi spot non solo non sono cresciuti ai livelli previsti ma si sono asintoticamente ridotti verso il 2 per cento.

Nel grafico 5 viene infine evidenziato come la "sorpresa dei tassi" sia stata generata, in buona sostanza, da un andamento del ciclo economico diverso da quello atteso: la crescita trimestrale annualizzata prevista si è mantenuta, nel medesimo arco temporale più sopra menzionato, significativamente al di sopra dei valori effettivi che sono stati registrati ex-post dall'Istituto centrale di statistica.

Grafico 5



Fonte: Thomson Financial Datastream e Rapporto di Previsione di Prometeia di marzo 2002

## Capitolo 4

### Il ricorso delle imprese a strumenti di gestione dei rischi

L'alea presente sui mercati è andata dunque ampiamente diffondendosi, rendendo negli ultimi anni sempre più difficile prevedere e valutare i futuri andamenti di mercato, generando spesso previsioni che in molti casi si sono rivelate, ex post, del tutto errate.

Anche le piccole e medie imprese non sono sfuggite al quadro di incertezza che ha caratterizzato gli ultimi anni. In particolare, soprattutto le imprese con finanziamenti a tasso variabile, per le quali dunque la prevista ripresa dei tassi di interesse avrebbe generato un costo crescente di indebitamento, hanno iniziato verso la fine dello scorso decennio a richiedere strumenti di copertura dai rischi di tasso e, seppur in misura minore, di cambio.

Dopo anni di progressiva riduzione del costo del denaro in Italia, infatti, l'andamento al rialzo dei tassi di interesse successivo all'avvio della moneta unica europea, ha indotto le imprese con strutture finanziarie e di indebitamento particolarmente sensibili alla variabilità dei tassi e del dollaro, a ritenere probabile un ulteriore rialzo di tali variabili economiche. Sulla base di tale previsione, peraltro diffusa e condivisa da un gran numero di attori economici e da primari istituti di ricerca, tali imprese hanno ritenuto opportuno, in un logica di sana e prudente gestione, premunirsi dai potenziali impatti negativi che l'atteso scenario avrebbe potuto determinare sul proprio equilibrio economico.

Ciò ha generato, a partire dal 1998 in poi, una crescente domanda di strumenti di immunizzazione dal rischio e il ricorso ad operazioni in strumenti derivati. Tale esigenza è stata sentita non solo da imprese di grandi dimensioni ma anche da realtà aziendali di piccole e medie dimensioni. L'industria bancaria ha risposto a tale richiesta offrendo servizi e prodotti di gestione del rischio, sino ad allora riservati alle imprese con strutture finanziarie più articolate ed esigenze più complesse.

Ciò che è accaduto successivamente ha tuttavia disatteso le previsioni formulate. Eventi macroeconomici e geopolitici di carattere internazionale hanno determinato un sostanziale, quanto inatteso, trend al ribasso dei tassi di interesse europei e un rafforzamento dell'euro sul dollaro. Le imprese con contratti derivati (per la maggior parte *swap*) sottoscritti per immunizzarsi dai rialzi dei tassi di interesse e della valuta statunitense, hanno conseguentemente dovuto sostenere un maggiore esborso per interessi. Ciò ha anche avuto riflessi negativi sul valore corrente dei contratti in essere (c.d. *mark-to-market*).

Infatti, attraverso l'utilizzo dei derivati è possibile, anziché coprirsi totalmente dal rischio, immunizzarsi parzialmente, scontando tuttavia un

rischio di variazioni di cambio e di interesse che potrebbe riflettersi, a seconda dell'andamento delle variabili di mercato, positivamente o negativamente sull'onere del finanziamento per le imprese (operazioni di copertura non perfette).

In tale scenario, la mancanza, per le imprese di piccole e medie dimensioni, di regole specifiche di contabilizzazione dei derivati ha reso probabilmente più difficoltosa l'effettiva e tempestiva percezione del fenomeno sopra descritto. Infatti, le suddette imprese non sono tenute all'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, i quali prevedono una disciplina specifica per le operazioni in strumenti derivati (che richiede, tra l'altro, la rappresentazione in bilancio delle variazioni del loro valore corrente) nonché un'ampia informativa da fornire nelle note al bilancio. Sotto tale profilo, l'avvicinamento delle regole di contabilizzazione del Codice civile agli IAS/IFRS, previsto da specifici criteri di delega inseriti nel DDL Comunitaria 2007, va valutato positivamente, poiché garantirà una migliore rappresentazione in bilancio delle operazioni in esame.

Ciò premesso, va comunque precisato che, sulla base della rilevazione effettuata dall'ABI nel 2004 sulle principali banche italiane attive sui derivati<sup>4</sup>, è emerso che il ricorso da parte di piccole e medie imprese italiane a strumenti di gestione del rischio, pur coinvolgendo più di 36 mila aziende, rappresenta un fenomeno dai contorni limitati. Si stima che solo l'1% delle piccole e medie imprese utilizza strumenti derivati. Inoltre, l'ammontare di tali strumenti rappresenta solo il 2% della consistenza di strumenti derivati in essere presso il sistema bancario italiano. L'esiguità del fenomeno è messa in luce anche dalla stessa CONSOB che nella Relazione Annuale 2006 afferma che *"nonostante i valori assoluti siano consistenti, a livello aggregato l'incidenza del valore di mercato delle posizioni in derivati sulle principali grandezze economiche finanziarie è modesta."*

Quanto ai rapporti contrattuali intrattenuti con le imprese controparti di strumenti derivati, le banche hanno adottato cura e diligenza nel verificare, caso per caso, che le imprese potessero essere considerate operatori qualificati, prevedendo in alcuni casi requisiti aggiuntivi, ad esempio, in termini di affidamenti complessivi, totale di bilancio, patrimonio netto, fatturato, forma societaria, espressa previsione nello statuto della possibilità per la società di svolgere attività in derivati. L'utilizzo dei derivati da parte della pubblica amministrazione è, invece, un fenomeno più recente e certamente ancor più limitato di quello delle piccole e medie imprese,

<sup>4</sup> In particolare, erano stati raccolti dati e informazioni (al 30 giugno 2004) da complessive sette banche, che rappresentavano per attivi di bilancio più del 40 per cento del sistema bancario (dati BilBank al 31/12/02). Era stato stimato, inoltre, che esse rappresentassero la maggior parte delle banche attive nell'offerta di derivati alle PMI e agli Enti Locali, fornendo quindi un quadro affidabile del mercato dei prodotti derivati.

originato dalla esigenza di adottare politiche di gestione dinamica e manageriale delle attività e passività finanziarie.

## Capitolo 5

### Il ruolo degli intermediari nel mercato degli strumenti derivati

I contratti derivati costituiscono come già detto lo strumento con cui si trasferisce il rischio da soggetti avversi a soggetti disposti ad assumersi tale rischio. E' chiaro dunque che a fronte di un soggetto che intende ridurre il proprio grado di rischio dovrà esserci un soggetto che, invece, desidera assumersi coscientemente rischi di maggiore entità, eventualmente per aumentare il livello dei potenziali guadagni.

Gli intermediari, da questo punto di vista, svolgono un ruolo fondamentale perché offerta e domanda di rischio possano incontrarsi. In particolare essi operano in qualità di mediatori, ricercando la controparte per i propri clienti, ovvero assumendosi in proprio tale rischio, al fine di gestirlo in maniera professionale e secondo sofisticati modelli di *risk management*.

Le esigenze di copertura delle imprese coinvolgono mediamente importi non rilevanti, mentre il mercato derivati, soprattutto quello *over-the-counter*, è per la maggior parte caratterizzato da negoziazioni per valori nominali elevati (c.d. mercato all'ingrosso). Gli intermediari, quindi, svolgono anche il compito di consentire alle imprese, soprattutto a quelle di piccole e medie dimensioni, di accedere a prodotti di gestione dei rischi altrimenti non utilizzabili. Ciò è possibile, poiché, le banche si rivolgono al mercato professionale "all'ingrosso" per importi rilevanti e offrono strumenti alle imprese di taglio inferiore, con il risultato di "frazionare" grossi importi a favore della propria clientela.

L'attività svolta dagli intermediari viene remunerata attraverso l'applicazione di un c.d. "*mark-up*" sul prezzo del contratto derivato offerto. Ad esempio per il contratto di interest rate swap, in cui la banca modifica il proprio profilo di rischio da fisso a variabile, il tasso di interesse che viene pagato dall'impresa sarà dato dal parametro variabile coincidente con le scadenze di pagamento del sottostante (es. nel caso di scadenze semestrali, l'Eurobor a 6 mesi) rilevato giornalmente ed ufficialmente sui mercati professionali (es. ISDA Fixing)<sup>5</sup> più uno "*spread*", corrispondente alla differenza tra il tasso del sottostante e il tasso swap di pari durata, più la remunerazione per l'attività svolta dalla banca (compresa quella creditizia<sup>6</sup>).

In definitiva, dunque, le imprese e gli intermediari possono avere una visione differente dei derivati:

<sup>5</sup> Tali informazioni sono rilevabili nei circuiti informativi quali Bloomberg e Reuters.

<sup>6</sup> La misura del premio di rischio varia in relazione al merito creditizio attribuito dalla banca a ciascuna controparte.

- per le imprese questi assolvono l'importante funzione di gestire i rischi trasferendoli a terzi;
- per gli intermediari svolgono la fondamentale funzione di gestire professionalmente tali rischi, assumendoli in proprio, completamente o in parte, ovvero di ricercare la controparte disposta a farlo.

Come indirettamente sottolineato in precedenza, la rilevanza operativa degli strumenti derivati assume specifico significato anche nell'ambito della definizione del corretto rapporto banca-impresa. Infatti, un derivato permette di ridurre l'impatto dei rischi finanziari nell'ambito delle valutazioni relative all'affidamento bancario, diminuendo quindi la rischiosità complessiva dell'impresa, con benefici sia per la banca, sotto forma di un minor rischio di credito associato all'impresa, sia per l'impresa stessa, migliorando l'accesso al credito. Sotto questo profilo lo strumento derivato, rispetto alle forme tradizionali di garanzia (pegno, ipoteca, fidejussione), con cui si pone in un rapporto di complementarità, presenta minori oneri economici e amministrativi.

D'altra parte deve essere chiaro che i derivati, per i contraenti, generano incassi (flussi positivi) od esborsi (flussi negativi). Tuttavia, è altrettanto opportuno chiarire che gli eventuali esborsi da parte dell'impresa che ha concluso il derivato, non costituiscono il "profitto" per la banca, ma un flusso positivo che compensa, a sua volta, analoghe transazioni che la banca ha messo in piedi per coprirsi a sua volta, essendo la banca, tipicamente, un risk manager.

Attraverso l'utilizzo di derivati più complessi è possibile, anziché coprirsi totalmente dal rischio, immunizzarsi parzialmente, differenziando il livello di copertura sulla base del diverso grado di probabilità circa il verificarsi di predeterminati eventi. Tale possibilità consente, ad esempio, di ridurre il costo complessivo di un finanziamento; tuttavia, laddove si dovessero verificare le condizioni meno probabili (per i quali la copertura agisce in maniera meno efficace) tale costo potrebbe risultare superiore rispetto alla situazione di partenza.

L'attività della banca non si limita, dunque, alla conclusione di strumenti derivati con l'impresa, ma ha il più ampio obiettivo di dar vita ad un approccio integrato e dinamico alla finanza d'impresa, mettendo a disposizione delle aziende il proprio *know-how* e le proprie strutture professionali. In realtà aziendali, come le piccole e medie imprese, dove la gestione autonoma e professionale dei rischi risulta non economicamente sostenibile, tale funzione assume un ruolo ancora più importante.

## Capitolo 6

### La finanza locale e i derivati agli enti locali

La profonda evoluzione della funzione finanza negli enti pubblici ha significativamente mutato la domanda di servizi bancari e finanziari da parte dei soggetti pubblici (in particolare province e comuni) i quali hanno via via avvertito l'esigenza di adottare politiche di gestione dinamica e manageriale delle attività e passività finanziarie; ciò ha richiesto una specifica attenzione ai mutamenti nei rapporti tra banche/enti locali al fine di contribuire all'effettiva espansione e diversificazione del mercato, dirimendo le difficoltà interpretative insite in un contesto normativo in evoluzione.

Oggetto tipico e caratteristico di questo processo evolutivo è l'utilizzo di strumenti derivati per fini di copertura e rimodulazione dei debiti contratti. Gli enti hanno infatti cominciato ad avvertire la necessità di adottare tecniche di ristrutturazione del debito pregresso da tempo in uso presso i soggetti privati, realizzando una gestione attiva del debito volta a diminuire gli oneri finanziari delle operazioni di indebitamento e a perseguire una struttura equilibrata e dinamica di portafoglio.

La normativa ha recepito le nuove esigenze e, fin dal 2002, l'uso dei derivati da parte degli enti locali è stato dettagliatamente disciplinato in puntuali norme di finanza locale. In particolare l'art. 41 della legge finanziaria per l'anno 2002, ha demandato al decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 1° dicembre 2003, n. 389 il compito diramare un apposito "Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'art. 41, comma 1, della legge 28 dicembre 2001, n. 448". La normativa di tale decreto è stata poi ripresa in circolari ministeriali (in particolare, la circolare 27 maggio 2004) con le quali i competenti uffici hanno inteso fornire chiarimenti su taluni aspetti interpretativi.

Con riguardo ai contenuti della predetta disciplina in tema di derivati, va detto che la stessa insiste sul seguente principio fondamentale: *l'operatività in questione non può in nessun modo avere finalità di tipo speculativo, dovendo essere rivolta esclusivamente ad obiettivi di rimodulazione dei debiti ed a fini di copertura*. Ne consegue che l'uso degli strumenti derivati è reso possibile *"esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute"*, con obbligo di indicizzazione ai soli *"parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati"*.

Con riferimento all'esposizione in derivati degli Enti locali, nell'ambito dell'indagine ABI del 2004 in precedenza richiamata<sup>7</sup>, era emerso che gli

---

<sup>7</sup> Cfr. nota n. 4.

EELL che avevano in essere contratti derivati conclusi con il campione di banche interessate erano pari a circa il 10 per cento degli EELL italiani. Quanto alle finalità alla base della conclusione dei contratti, era emerso che l'attività in derivati era per lo più finalizzata alla gestione dei rischi di tasso di interesse, e si concentrava su *Interest Rate Swap* (IRS) strutturati con opzioni implicite (*cap, floor, collar*). Tale quadro appare confermato dai dati di recente comunicati dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, dai quali sembrerebbe emergere che il numero di enti che ricorrono ai derivati per la gestione del proprio debito sia rimasto negli ultimi due anni sostanzialmente stabile ed, anzi, nell'ultimo anno si è registrata una diminuzione della esposizione degli enti su derivati con il sistema bancario e finanziario.

In definitiva, per quel che riguarda gli Enti locali vorrei va rimarcato che:

- a) l'attività in derivati del comparto è strettamente regolamentata, nel senso che esiste una lista tassativa di prodotti che possono essere venduti ed un controllo a posteriori su tutta la documentazione contrattuale e questa regolamentazione impone per gli Enti e le banche solo derivati di copertura;
- b) le strutture di copertura opportunamente dettate dalla regolamentazione ministeriale implicano necessariamente la formazione di un mark to market (negativo o positivo) per i contraenti;
- c) il mark to market (come una penale d'estinzione anticipata) non consiste in un importo dovuto dall'/all'Ente se non qualora il cliente decida di estinguere il contratto; in caso contrario, cioè qualora l'Ente non estingua il contratto, continua semplicemente a restare nella sua posizione di tasso e non paga/incassa nulla;
- d) qualora l'Ente decida di chiudere un'operazione con mark to market negativo, quest'ultimo non rappresenta in alcun modo un guadagno per la Banca, la quale è un intermediario con il mercato e ha realizzato il suo guadagno al momento della vendita dell'operazione (così come avviene per il collocamento di strumenti finanziari) e pertanto la Banca non ha alcun interesse economico al generarsi di un mark to market negativo per il cliente. A questo riguardo va peraltro sottolineato come la banca sia molto spesso un finanziatore a vario titolo dell'ente locale e, pertanto sia fortemente interessata alla salute finanziaria delle ente stesso.

## Capitolo 7

### Le iniziative ABI in tema di derivati – i “Criteri guida”

L’emanazione della specifica disciplina in materia di utilizzo dei derivati da parte degli enti locali ha certamente contribuito a fare maggiore chiarezza e dare precise indicazioni, anche al mondo bancario, sulle prassi da adottare e i limiti di utilizzo di tali strumenti.

Ciononostante, fin dalle prime operazioni, si sono constatate difficoltà interpretative delle norme di riferimento, riscontrandosi la possibilità di rischi reputazionali per le banche e per le amministrazioni pubbliche, resi ancor più evidenti dalla delicatezza oggettiva di un rapporto intercorrente con soggetti aventi il connotato pubblico e svolgenti funzioni nei confronti e nell’interesse della collettività.

In questa situazione si è sentita l’esigenza di poter disporre di linee guida operative che, unitamente alle norme di riferimento, potessero contribuire a stimolare e dare fiducia ad un mercato – quello dei derivati – utile ed interessante sia per la specifica clientela sia per l’industria bancaria.

L’ABI ha pertanto deciso, con la collaborazione delle principali Associazioni degli enti - ANCI e UPI -, di avviare un progetto finalizzato all’elaborazione di “Criteri guida” per l’operatività in derivati da parte degli enti locali con le seguenti specifiche finalità:

- diffondere la conoscenza della materia attraverso l’analisi e la descrizione di ogni suo aspetto specifico;
- salvaguardare l’immagine del settore fornendo elementi utili per l’attuazione di corrette prassi operative;
- evitare, auspicabilmente, e comunque minimizzare l’insorgere di contenziosi con la clientela o di rilievi da parte delle Autorità preposte;
- creare i presupposti per espandere l’operatività in derivati attraverso l’introduzione di elementi di chiarezza sulle strutture di tecnica finanziaria utilizzabili nel rispetto della legge.

Nel trattare la materia, ed è questo il più significativo aspetto del lavoro svolto e che ha contribuito a consolidare la sinergia con le associazioni degli enti, si è tenuto conto di due aspetti rilevanti: innanzitutto la varietà degli enti i quali pur facendo tutti parte dell’unica categoria di “enti locali territoriali”, sono in concreto obiettivamente diversi, richiedendo attenzione all’effettivo grado di percezione delle conseguenze di operazioni per le quali può riscontrarsi un certo grado di complessità. In secondo luogo, il pubblico interesse; tutti gli enti di cui trattasi, in quanto pubblica amministrazione non dispongono di risorse proprie da spendere liberamente, ma gestiscono

risorse della collettività che devono essere impiegate con prudenza e per il perseguimento del pubblico interesse.

Nel documento in esame, partendo proprio da tali profili peculiari, vengono ribaditi ed estesi i concetti di trasparenza, informativa e cautela nei comportamenti degli intermediari finanziari, evidenziando il ruolo pro-attivo di questi ultimi, nell'assunto che "il connotato pubblico del cliente renda tutto ciò indispensabile, prima ancora che per obbligo di legge, in virtù di principi etici basilari". Pertanto, l'intermediario finanziario operante con gli enti locali, cautelativamente e sempre in virtù della particolare natura pubblica degli stessi, potrà utilmente fornire una compiuta informativa a tutti gli enti locali sulle caratteristiche e sui possibili rischi delle strutture proposte o richieste nonché degli scenari a cui l'operazione potrà dar luogo.

Si è ritenuto, in conclusione, che l'operatività con gli enti non possa prescindere da un ruolo attivo della banca che, pur non assumendo responsabilità dirette legate alla condivisione di obiettivi e finalità prettamente pubblici, pone una attenzione peculiare a favorire la massima trasparenza e consapevolezza dell'operazione attraverso la messa a disposizione di una idonea informativa.

La redazione dei Criteri guida vuole rispondere alla predette peculiari esigenze, favorendo la diffusione e la conoscenza della materia nonché la divulgazione di concetti che possono contribuire al corretto e cautelativo svolgersi dell'operatività in derivati e più in generale delle operazioni di finanza innovativa collegate alla gestione attiva dell'indebitamento da parte degli enti locali territoriali.

L'adozione di comportamenti atti a garantire la idonea informativa, cautela e trasparenza è destinata a favorire soprattutto quegli enti per i quali non è immediatamente congeniale l'uso degli strumenti di finanza innovativa; tali enti sono quelli cui maggiormente si rivolgono i Criteri Guida, intesi come punto di riferimento condiviso, a supporto ed esplicazione della normativa e come strumento finalizzato ad agevolare la concreta operatività.

Proprio con riferimento a questa formula di *condivisione di principi base*, è rilevante l'iter che si intende seguire prima di procedere alla diffusione dei "Criteri guida". Infatti, fondamentale è la sottoposizione ai competenti Uffici ministeriali dai quali si attende di ricevere l'autorevole parere; in tal modo potrà fornirsi un concreto contributo per una corretta operatività, contributo condiviso da tutti gli operatori interessati.

Importante sottolineare che il lavoro, ancorché non ancora ufficializzato, ha avuto, per i suoi obiettivi e per la sua formula (basata, si ribadisce, sulla condivisione e sulla trasparenza), un positivo riscontro presso tutti i soggetti interessati. Particolarmente importante l'evidenza che all'iniziativa ha avuto modo di dare il Ministro Padoa Schioppa in occasione di una recente interrogazione parlamentare nella quale ha sottolineato come il Governo in

*carica abbia dato nuovo impulso ad alcune iniziative, tra cui quella in corso con l'Associazione Bancaria Italiana, per la definizione di un documento che illustri le linee guida per una gestione consapevole e cauta dei derivati, sia da parte degli istituti bancari, sia da parte degli enti locali.”.*

A questo punto, l'auspicio è che, già entro l'anno, si possa dar corso ad ogni iniziativa atta a diffondere presso tutti i soggetti interessati, la conoscenza dei “Criteri Guida”.

## Capitolo 8

### La nuova disciplina del rapporto banca-clientela corporate avente ad oggetto strumenti finanziari derivati introdotta dalla MiFID

In questo paragrafo si intende individuare, nell'ambito del nuovo quadro normativo introdotto dalla MiFID, il tipo di servizio di investimento che potrebbe configurarsi nei rapporti banca-cliente *corporate* in caso di operazioni aventi per oggetto strumenti finanziari derivati. Inoltre, si intendono individuare gli obblighi derivanti ed il conseguente regime di tutela per il cliente.

Qualora il cliente richieda la conclusione di un contratto derivato, la banca può prestare al cliente due diverse tipologie di servizio:

- a) *esecuzione di ordini per conto dei clienti*, qualora l'intermediario si limiti ad acquistare/vendere lo strumento derivato per conto del cliente;
- b) *negoiazione per conto proprio*, nel caso in cui l'intermediario assuma posizioni in contropartita diretta con la clientela.

In particolare, il servizio di *esecuzione di ordini per conto dei clienti* ricorre ogni qualvolta lo strumento derivato richiesto dal cliente è quotato in un mercato regolamentato (ad esempio opzioni o *future* su azioni o indici, quotati sul mercato IDEM). In tal caso, infatti, la banca si limita ad eseguire l'ordine per conto del cliente, così come avrebbe fatto in caso di negoziazione di un titolo azionario.

Tuttavia, negli ultimi anni si è registrata un'intensa crescita delle operazioni in derivati OTC (non negoziati su mercati regolamentati), ossia strumenti personalizzati sulla base delle specifiche esigenze del cliente, "confezionati su misura" dalla banca. Il "*collocamento*"<sup>8</sup> di strumenti derivati OTC, avviene per mezzo della prestazione da parte dell'intermediario del servizio di *negoiazione per conto proprio*. In altre parole, è la banca stessa che assume posizioni in contropartita diretta con il cliente.

Quanto agli obblighi previsti per gli intermediari nella prestazione dei sopra citati servizi di investimento, la MiFID introduce nuove regole che comporteranno per le banche un notevole impatto sulla operatività in prodotti derivati con la clientela. In particolare, la nuova metodologia di classificazione della clientela prevista dalla disciplina comunitaria

---

<sup>8</sup> La stessa CONSOB, nell'audizione presso la VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati del 30 ottobre u.s., ha segnalato che, nel caso di strumenti derivati, con il termine "collocamento" non è intesa l'attività di collocamento in senso tecnico, bensì l'attività di negoziazione in conto proprio.

(*controparti qualificate*, clienti *professionali*, clienti *retail*), potrebbe far sì che determinati clienti *corporate* (es. imprese non finanziarie ed enti locali), operatori qualificati secondo la normativa pre-MiFID, vengano classificati come clienti *retail* con conseguente aumento degli adempimenti imposti agli intermediari.

Con riferimento alla normativa pre-MiFID (in vigore sino al 31 ottobre scorso) si segnala che, oltre ai principi generali (diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati) ai quali dovevano essere orientati i comportamenti degli intermediari, erano previste norme di dettaglio fissate in via regolamentare dalla CONSOB. Tali norme, relative a doveri di informativa, di valutazione dell'adeguatezza e di attestazione e rendicontazione delle operazioni effettuate o disposte dai clienti, tuttavia potevano essere in parte disapplicate qualora gli intermediari si fossero trovati ad interagire con "operatori qualificati".

Con riferimento alle nuove categorie MiFID dei clienti *professionali* e dei clienti *retail*, l'intermediario è innanzitutto tenuto ad effettuare il test di appropriatezza, dato dalla verifica "che il livello di esperienza e conoscenza del cliente sia sufficiente per comprendere i rischi che lo strumento di investimento" richiesto comporta. Se il cliente è professionale, l'intermediario "*può presumere*" che abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario a tale comprensione.

In sostanza, le regole sull'appropriatezza prescrivono che l'intermediario, al fine di determinare se lo strumento derivato sia appropriato al proprio cliente, deve richiedere a quest'ultimo informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze dello stesso in materia di investimenti. Tali informazioni andranno altresì richieste in modo proporzionato, tenendo conto della natura del cliente, della natura e della portata del servizio prestato, del tipo di strumento o servizio nonché della complessità e dei rischi connessi.

Nel caso in cui la banca, sulla base delle informazioni ottenute dal potenziale cliente – che le hanno permesso di condurre il "*test di appropriatezza*" – ritenga che lo strumento non sia per questi appropriato, avverte quest'ultimo di tale situazione, non potendosi comunque astenere dal prestare il servizio qualora il cliente lo richieda.

Nell'esecuzione del contratto l'intermediario è tenuto ad adempiere anche agli obblighi di *best execution*, che prevedono di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente. Si segnala, tuttavia, che l'applicazione della *best execution* a strumenti derivati OTC è stata ampiamente dibattuta in ambito europeo (*CESR, Commissione Europea*) e ad oggi non sono state ancora fornite indicazioni precise riguardo a come adempiere a tale obbligo su strumenti privi di sedi di negoziazione prioritarie sulle quali ottenere prezzi di mercato di riferimento.

Oltre alle due fattispecie di servizi di investimento menzionate, è possibile che su iniziativa del cliente, ovvero dello stesso intermediario, precedentemente alla prestazione del servizio di *negoziazione in conto proprio* o di *esecuzione degli ordini per conto della clientela*, l'intermediario presti al cliente il servizio di *consulenza in materia di investimenti* che, nel caso preso in esame, potrebbe concludersi con la raccomandazione all'acquisto di uno strumento finanziario derivato ritenuto “*adeguato*” – cioè adatto - al cliente.

Alla prestazione del servizio di consulenza, infatti, va associata la disciplina dell'adeguatezza, che prevede per gli intermediari obblighi più stringenti rispetto a quelli dettati dalle regole inerenti l'appropriatezza. In particolare, quando fornisce consulenza in materia di investimenti, l'intermediario è tenuto ad ottenere dal cliente, non solo le informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, ma anche informazioni circa la sua situazione finanziaria, nonché i suoi obiettivi di investimento.

Una volta valutato che lo strumento finanziario derivato oggetto della raccomandazione è adatto al cliente, la banca può procedere alla prestazione del servizio di *negoziazione in conto proprio*, ovvero di *esecuzione degli ordini per conto del cliente*, applicando la disciplina della best execution secondo le modalità descritte in precedenza.

Qualora l'intermediario, invece, non ottenga dal cliente le informazioni necessarie a condurre il “*test di adeguatezza*”, deve astenersi dal prestare il servizio di consulenza (e, conseguentemente, il cliente non può invocare le maggiori tutele di cui gode nell'ambito di tale servizio). Tutto ciò, peraltro, non esclude che si possa comunque dare corso all'operazione, se “*appropriata*” o se comunque essa è oggetto di esplicita richiesta del cliente, precedentemente “*avvertito*”.

Dal quadro sopra esposto, si evince come la nuova disciplina dei servizi di investimento, da pochi giorni entrata in vigore a seguito del recepimento della MiFID, innalza in maniera rilevante il grado di tutela degli investitori, compresi coloro che concludono strumenti derivati per finalità di copertura, quali imprese e enti locali.

## Capitolo 9

### Le iniziative in tema di derivati agli enti locali

La principale finalità perseguita con il lavoro congiunto tra Anci, Abi ed Upi e che ispira il documento “Criteri Guida” di cui appena si è trattato, si fonda, come visto, su un approccio di tipo sostanziale volto a mettere in condizione l'ente pubblico di percepire appieno i rischi e le caratteristiche dello strumento finanziario che si accinge ad utilizzare.

A questo proposito, superando in certo qual modo gli automatismi che derivano dalla collocazione nell'una o nell'altra categoria di investitori (controparti qualificate, operatori professionali, operatori retail secondo la normativa MiFID) si suggerisce all'intermediario, quale virtuoso comportamento, di fornire una informativa per così dire “di base” dalla quale l'ente possa in concreto trarre consapevolezza sui rischi insiti nella struttura di copertura prescelta e sugli scenari a cui l'operazione può dar luogo.

In questo senso, i “Criteri” soddisfano le esigenze che lo stesso legislatore avverte allorquando si accinge – come nel momento attuale, durante l'iter parlamentare della legge finanziaria per il prossimo esercizio – ad integrare la normativa relativa alla materia in esame.

I “Criteri”, infatti, anticipano ed esplicitano le soluzioni che si vengono via via individuando durante l'iter parlamentare inerente il DDL Atto Senato 1817 (Legge finanziaria per l'anno 2008), soluzioni che, appunto, sono rivolte a ribadire i principi di massima trasparenza contrattuale; di reale conoscenza dei rischi; di fruizione di una informativa adeguata.

In particolare, è senz'altro in linea con l'impostazione seguita da Abi, il principio contenuto nell'emendamento presentato dal Relatore del provvedimento (Senatore Legnini) ed approvato in Commissione Bilancio, secondo il quale “I contratti su strumenti finanziari, anche derivati, sottoscritti da Regioni ed Enti Locali sono informati alla massima trasparenza contrattuale”.

Come ovvio risultano invece inaccettabili soluzioni volte a stravolgere i ruoli delle parti del contratto ponendo in capo agli intermediari incombenze improprie ovvero facendo ricadere su di loro oneri non contemplabili (ricadeva in tale fattispecie uno degli emendamenti non approvati volto a far assumere oneri finanziari per la quota eccedente una fascia di oscillazione dei parametri come indicata in contratto).

Può infine giudicarsi positivamente il fatto che il legislatore rinvi ad un ulteriore momento normativo di secondo livello l'individuazione delle eventuali informazioni che i contratti dovranno necessariamente contenere ovvero dei modelli contrattuali.

In questa fase attuativa, tenuto conto del procedimento di consultazione che sicuramente caratterizzerà l’emanazione del provvedimento alla luce dei principi di better regulation, l’Abi potrà fornire un utile contributo per il completamento della disciplina in esame; ciò proprio in considerazione dell’esperienza maturata nel corso dell’elaborazione dei “Criteri guida”.

## Appendice 1

### Esempi di utilizzo di derivati a fini di copertura

Al fine di comprendere il meccanismo con cui un derivato può essere utilizzato a fini di copertura, appare utile riprendere il seguente esempio: l'impresa A si finanzia per un ammontare (nozionale N) di 1 milione di Euro al tasso (variabile) Euribor + 0,8%, mentre l'impresa B si indebita, per il medesimo importo e orizzonte temporale, al tasso (fisso) del 5,25%.

#### Interest Rate Swap

Si ipotizzi che l'impresa A, indebitata a tasso variabile per 5 anni, decida, temendo un rialzo dei tassi di interesse, di cambiare la propria posizione finanziaria, passando dalla sua attuale posizione a tasso variabile ad una a tasso fisso. Per realizzare ciò, sceglie di aprire un'operazione di interest rate swap (IRS) con la Banca 2 come controparte.

L'operazione di IRS viene strutturata come segue: l'impresa A si impegna a pagare alla Banca 2 un flusso di interessi al tasso fisso del 5,25%, e per contro riceverà dalla Banca 2 un flusso di interessi al tasso variabile pari al tasso Euribor maggiorato dello 0,8%. La misura del 5,25% pagato dall'impresa nello swap con la banca non è altro che il risultato della trasformazione del tasso variabile pagato sul finanziamento originario (Euribor + 0,8%) in fisso di pari durata. L'impresa A quindi, compensando i flussi di interessi in entrata (Euribor + 0,8%) e in uscita (5,25%) dell'IRS con quelli in uscita (Euribor + 0,8%) del debito, giungerà ad avere un unico flusso in uscita a tasso fisso (5,25%), raggiungendo così lo scopo che si era prefissata di cambiare la propria posizione debitoria da variabile a fissa per la durata residua del finanziamento.

Nella tabella 1 sono rappresentati i flussi dell'IRS e del debito per tutti i 5 anni di durata del finanziamento.

Tab. 1

| <b>Esempio di finanziamento a tasso variabile con annesso IRS (fisso contro variabile)</b> |                                                     |                            |                                     |                                    |                                    |                                              |                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| <b>Ann<br/>o</b>                                                                           | <b>Tasso<br/>variabile<br/>(Euribor<br/>+ 0,8%)</b> | <b>Costo Finanziamento</b> |                                     | <b>Flusso Swap</b>                 |                                    |                                              | <b>Costo<br/>Totale<br/>Finanz.to<br/>+ Swap<br/>[A-D]</b> |
|                                                                                            |                                                     | Debito<br>residuo          | Quota<br>interessi<br>(var.)<br>[A] | Flusso<br>entrata<br>(var.)<br>[B] | Flusso<br>uscita<br>(fisso)<br>[C] | Flusso Netto<br>(var. -<br>fisso)<br>[B-C=D] |                                                            |
| 1                                                                                          | 5,40%                                               | 1.000.000                  | 54.000                              | 54.000                             | 52.500                             | 1.500                                        | 52.500                                                     |
| 2                                                                                          | 6,70%                                               | 800.000                    | 53.600                              | 53.600                             | 42.000                             | 11.600                                       | 42.000                                                     |
| 3                                                                                          | 4,80%                                               | 600.000                    | 28.800                              | 28.800                             | 31.500                             | -2.700                                       | 31.500                                                     |
| 4                                                                                          | 4,60%                                               | 400.000                    | 18.400                              | 18.400                             | 21.000                             | -2.600                                       | 21.000                                                     |
| 5                                                                                          | 4,00%                                               | 200.000                    | 8.000                               | 8.000                              | 10.500                             | -2.500                                       | 10.500                                                     |
| <b>Tot.</b>                                                                                | <b>n.a.</b>                                         | <b>n.a.</b>                | <b>162.800</b>                      | <b>162.800</b>                     | <b>157.500</b>                     | <b>5.300</b>                                 | <b>157.500</b>                                             |

Nella metà sinistra della figura 1 sono rappresentati i flussi descritti per un'ipotetica annualità, in particolare con linea continua quello relativo al tasso fisso originato dall'IRS (flusso 3) e con linea tratteggiata i due inerenti il tasso variabile, ovvero quello originato dall'IRS (flusso 2) e quello originato dal debito (flusso 1). Come si può evincere dalla tabella 4 e dalla figura 1, nell'annualità ipotizzata il tasso variabile (Euribor + 0,8%) è stato pari a 5,40%.

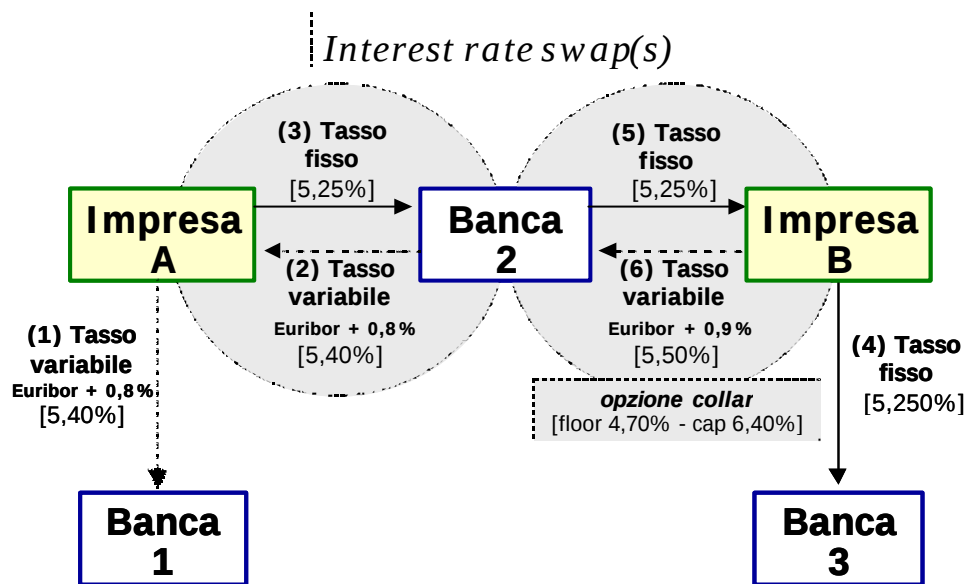


Fig. 1

Consideriamo ora anche l'altra impresa (l'Impresa B), che ha in essere un finanziamento a tasso fisso [flusso (4)] con la Banca 3 di analogo ammontare e durata del finanziamento dell'impresa A. Contrariamente all'Impresa A, l'Impresa B prevede un calo dei tassi di interesse e preferirebbe pagare un tasso variabile. A tale scopo, entra in un'operazione di swap (fisso contro variabile) con la Banca 2 al fine di ricevere un flusso di interessi a tasso fisso [flusso (5)] a compensazione di quello corrisposto alla Banca 3 [flusso (4)].

Periodicamente, soprattutto in occasione delle date di regolamento dello swap, può essere particolarmente utile conoscere il valore di mercato dell'IRS, determinato sulla base delle condizioni di tasso espresse dal mercato (c.d. *mark-to-market*).

Il valore di mercato dell'IRS si ottiene attualizzando la differenza tra gli interessi futuri da ricevere e gli interessi futuri da pagare, calcolati in base alle condizioni di mercato dei tassi di interesse alle varie scadenze. Le

variazioni di valore dell'IRS nel corso dell'operazione sono quindi strettamente legate al concreto andamento dei tassi di interesse di riferimento rispetto alle condizioni di partenza. In maniera semplicistica, possiamo considerare che quando i tassi di interesse di mercato risultano inferiori al tasso fisso concordato nell'IRS, il valore di mercato dello swap sarà negativo per il contraente che paga il tasso fisso (poiché sta pagando interessi più alti di quelli di mercato) e positivo per la parte che paga il tasso variabile (e quindi riceve un tasso fisso più elevato di quello di mercato). Nello scenario opposto, ovviamente, il valore corrente dello swap sarà positivo per chi corrisponde il tasso fisso e negativo per l'altra parte.

### Interest Rate Option

Invece che entrare nell'operazione di swap, l'impresa A avrebbe potuto immunizzarsi dal rischio di una salita dei tassi anche acquistando un'opzione *cap*, che consente al possessore di pagare un tasso di interesse massimo, pari al tasso di esercizio prestabilito nel contratto di opzione (c.d. *cap rate*), su un ammontare nominale e per un periodo di tempo predefinito, a fronte del pagamento di un premio per l'acquisto dell'opzione.

Supponiamo quindi che l'impresa A, per l'intera durata del finanziamento (5 anni), decida di acquistare un'opzione *cap* con tasso di esercizio del 5,5%, su un capitale nozionale pari al debito residuo, a fronte del pagamento di un premio annuo dello 0,1% del capitale nozionale<sup>9</sup>. Tale premio si aggiunge al tasso variabile del finanziamento (Euribor + 0,8%), per un esborso complessivo pari a Euribor + 0,9%.

L'opzione verrà esercitata il 2° anno, se il tasso di mercato sarà superiore al *cap rate* (del 5,5%) dell'opzione. L'impresa A, quindi, invece di pagare il tasso di mercato, pari a 5,90%, corrisponde il livello massimo fissato contrattualmente del 6,4% (pari alla somma di 5,50 del *cap rate* più 0,90 pari allo spread dello swap).

<sup>9</sup> L'intera entità del premio può anche essere corrisposta alla controparte in unica soluzione all'inizio dei cinque anni.

Tab. 2

| Esempio di finanziamento a tasso variabile con annessa opzione Cap |         |                                    |                     |                               |                                     |                                                     |                                         |
|--------------------------------------------------------------------|---------|------------------------------------|---------------------|-------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| Anno                                                               | Euribor | Tasso variabile<br>(Euribor + 0,8) | Costo Finanziamento |                               | Flusso Opzione Cap                  |                                                     | Costo Totale Finanz.to + Cap<br>[A+B-C] |
|                                                                    |         |                                    | Debito residuo      | Quota interessi (var.)<br>[A] | Premio (0,1% debito residuo)<br>[B] | Mancato flusso in uscita (per esercizio cap)<br>[C] |                                         |
| 1                                                                  | 4,60%   | 5,40%                              | 1.000.000           | 54.000                        | 1.000                               | 0                                                   | 55.000                                  |
| 2                                                                  | 5,90%   | 6,70%                              | 800.000             | 53.600                        | 800                                 | 2.400                                               | 52.000                                  |
| 3                                                                  | 4,00%   | 4,80%                              | 600.000             | 28.800                        | 600                                 | 0                                                   | 29.400                                  |
| 4                                                                  | 3,80%   | 4,60%                              | 400.000             | 18.400                        | 400                                 | 0                                                   | 18.800                                  |
| 5                                                                  | 3,20%   | 4,00%                              | 200.000             | 8.000                         | 200                                 | 0                                                   | 8.200                                   |
| <b>Tot.</b>                                                        |         | <b>n.a.</b>                        | <b>n.a.</b>         | <b>162.800</b>                | <b>3.000</b>                        | <b>n.a.</b>                                         | <b>163.400</b>                          |

La differenza fra la copertura con un'opzione e quella con uno swap risiede principalmente nel fatto che, con l'opzione, l'impresa A acquista una vera e propria assicurazione che la copre totalmente dal rischio di un movimento avverso dei tassi, e, a fronte di ciò, paga alla controparte un premio fissato a priori. Con lo swap, invece, l'impresa A cambia il proprio profilo di rischio, passando da un tasso variabile ad un tasso fisso, senza sostenere un costo iniziale, come nel caso dell'opzione.

#### Interest Rate Swap con Collar

Per soddisfare esigenze di copertura più articolate, le imprese possono utilizzare gli strumenti appena descritti in maniera combinata, attraverso prodotti più complessi, come accade per l'impresa B nella figura 1, che sottoscrive un Interest Rate Swap con l'aggiunta di una opzione collar; in tal caso il derivato che viene costruito ha caratteristiche particolari che coniugano quelle dei due derivati base sopra descritti.

Riprendiamo l'esempio dell'Interest Rate Swap, ipotizzando che la Banca 2, a fronte di una specifica commissione, offra un'ulteriore protezione all'Impresa B attraverso un contratto aggiuntivo di opzione *collar* sul tasso di interesse variabile [flusso (6)]. Come già spiegato, l'opzione *collar* è un accordo tra la Banca 2 e l'Impresa B sul valore minimo (c.d. *floor rate*) e massimo (c.d. *cap rate*) del tasso variabile che l'Impresa B pagherà alla Banca 2. Pertanto, l'opzione *collar* consente all'Impresa B di trarre benefici da una possibile discesa dei tassi di interesse fino al livello del *floor*, e nello stesso tempo di limitare al livello del *cap* gli esborsi futuri per interessi.

## **Appendice 2**

### **Dati sugli scambi e l'utilizzo dei derivati**

Tabella 1.1. Contratti derivati diversi dalle opzioni - valori nozionali (dati in mln di euro)

|                                       | 2001    |          |           |           | 2002      |           |           |           | 2003      |           |           |           |
|---------------------------------------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                       | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  |
| <i>Contratti su tassi d'interesse</i> |         |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 711.538 | 840.681  | 1.028.507 | 1.013.962 | 1.076.598 | 1.217.435 | 1.271.453 | 1.310.532 | 1.544.530 | 1.716.683 | 1.712.706 | 1.834.550 |
| Vendite                               | 742.213 | 837.810  | 990.544   | 981.652   | 1.067.731 | 1.178.305 | 1.227.690 | 1.307.594 | 1.541.565 | 1.772.518 | 1.747.611 | 1.879.667 |
| Altre operazioni                      | 118.853 | 135.942  | 147.022   | 152.606   | 175.683   | 225.605   | 246.437   | 285.681   | 432.060   | 465.690   | 480.680   | 504.073   |
| <i>Contratti su tassi di cambio</i>   |         |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 4.353   | 4.523    | 4.359     | 4.093     | 4.107     | 4.134     | 4.400     | 4.116     | 4.287     | 4.324     | 4.806     | 4.427     |
| Vendite                               | 957     | 912      | 823       | 593       | 434       | 594       | 660       | 596       | 688       | 884       | 997       | 821       |
| <i>Future</i>                         |         |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 25.159  | 37.625   | 29.965    | 86.119    | 67.314    | 55.231    | 27.673    | 23.353    | 26.618    | 42.304    | 39.489    | 66.251    |
| Vendite                               | 52.975  | 60.188   | 54.611    | 67.457    | 80.360    | 67.761    | 123.665   | 91.435    | 135.012   | 155.249   | 192.768   | 174.510   |
| Valute contro valute                  | -       | -        | -         | 19        | 19        | 28        | 44        | 19        | 9         | 18        | 11        | 12        |
| <i>Altri contratti</i>                |         |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 7.018   | 7.550    | 3.118     | 2.950     | 5.330     | 6.628     | 3.138     | 4.528     | 4.489     | 5.483     | 2.874     | 2.029     |
| Vendite                               | 9.591   | 9.769    | 5.202     | 4.814     | 7.330     | 7.701     | 7.640     | 8.966     | 8.433     | 7.786     | 7.454     | 7.247     |
| Altre operazioni                      | 396     | 204      | 473       | 211       | 291       | 279       | 317       | 152       | 191       | 213       | 604       | 683       |

Note:

- I contratti derivati su tassi di interesse sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'acquisto o la vendita del tasso fisso.
- I contratti derivati su indici azionari sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'acquisto o la vendita dell'indice contrattualmente predeterminato.
- I contratti derivati su tassi di cambio sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'ottenimento o l'esborso del differenziale tra tasso di cambio corrente e tasso di cambio fissato contrattualmente.

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

Tabella 1.1. Contratti derivati diversi dalle opzioni - valori nozionali (dati in mln di euro) ... segue

|                                       | 2004      |           |           |           | 2005      |           |           |           | 2006      |           |           |           | 2007      |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                       | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   |
| <b>Contratti su tassi d'interesse</b> |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 2.336.953 | 2.228.557 | 2.078.006 | 2.000.307 | 1.951.779 | 2.199.143 | 2.236.826 | 2.353.353 | 2.312.506 | 2.220.757 | 2.234.445 | 2.215.140 | 2.293.220 |
| Vendite                               | 2.399.695 | 2.208.721 | 2.086.251 | 2.027.046 | 1.958.724 | 2.144.842 | 2.278.893 | 2.249.177 | 2.208.589 | 2.116.032 | 2.151.434 | 2.201.995 | 2.297.049 |
| Altre operazioni                      | 506.790   | 481.763   | 470.818   | 469.174   | 484.691   | 496.942   | 488.273   | 487.709   | 489.314   | 487.144   | 473.245   | 466.896   | 461.474   |
| <b>Contratti su tassi di cambio</b>   |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 4.641     | 4.179     | 3.902     | 4.096     | 4.227     | 4.627     | 4.821     | 4.312     | 4.195     | 4.311     | 4.696     | 4.702     | 5.681     |
| Vendite                               | 680       | 469       | 404       | 643       | 616       | 1.349     | 682       | 608       | 1.050     | 845       | 712       | 642       | 1.183     |
| <b>Future</b>                         |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 68.173    | 112.830   | 103.207   | 137.317   | 135.268   | 145.795   | 123.817   | 130.356   | 165.540   | 178.395   | 130.242   | 115.008   | 84.144    |
| Vendite                               | 232.383   | 162.304   | 176.240   | 131.565   | 127.174   | 170.062   | 190.099   | 149.083   | 127.095   | 140.234   | 141.837   | 138.265   | 146.281   |
| Valore contro valore                  | 9         | 18        | 23        | 13        | 7         | 0         | 3         | -         | 14        | 14        | 16        | 2         | 19        |
| <b>Altri contratti</b>                |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                              | 4.234     | 3.793     | 8.093     | 2.260     | 2.862     | 5.630     | 5.769     | 3.814     | 3.149     | 4.713     | 5.237     | 7.068     | 10.150    |
| Vendite                               | 13.039    | 13.180    | 17.790    | 10.985    | 13.327    | 8.495     | 9.691     | 9.851     | 9.215     | 12.055    | 14.030    | 21.252    | 22.703    |
| Altre operazioni                      | 705       | 852       | 866       | 844       | 867       | 1.197     | 1.197     | 1.163     | 1.011     | 1.138     | 613       | 658       | 2.013     |

Note:

- I contratti derivati su tassi di interesse sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'acquisto o la vendita del tasso fisso.

- I contratti derivati su indici azionari sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'acquisto o la vendita dell'indice contrattualmente predeterminato.

- I contratti derivati su tassi di cambio sono classificati convenzionalmente come «acquisti» o come «vendite» a seconda che comportino per la banca l'ottenimento o l'esborso del differenziale tra tasso di cambio corrente e tasso di cambio fissato contrattualmente.

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

**Tabella 1.2. Contratti derivati diversi dalle opzioni - valori nominali (dati in mln di euro)**  
**Classificazione per tipologia contratto derivato e per tipo di operazione**

|                                             | 2001    |          |           |          | 2002    |          |           |          | 2003    |           |           |           |
|---------------------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|
|                                             | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim.  | III trim. | IV trim.  |
| <b>Operazioni con scambio di capitale</b>   |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| <i>Future</i>                               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 1.380   | 2.152    | 2.069     | 12.424   | 1.888   | 2.988    | 2.481     | 1.048    | 2.618   | 2.454     | 1.895     | 1.794     |
| Vendite                                     | 2.892   | 4.210    | 2.417     | 12.587   | 3.454   | 5.652    | 5.969     | 2.929    | 4.173   | 7.388     | 5.964     | 3.813     |
| Valute contro valore                        | -       | -        | -         | 19       | 19      | 28       | 44        | 19       | 9       | 18        | 11        | 12        |
| <i>Currency Interest Rate Swap</i>          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 13.358  | 15.090   | 13.014    | 13.776   | 12.569  | 11.654   | 10.723    | 9.828    | 11.252  | 9.185     | 9.747     | 8.889     |
| Vendite                                     | 6.305   | 6.656    | 5.533     | 4.971    | 4.923   | 3.957    | 4.726     | 4.265    | 4.432   | 5.339     | 5.384     | 6.715     |
| Valute contro valore                        | 824     | 898      | 785       | 537      | 503     | 580      | 271       | 357      | 345     | 357       | 515       | 492       |
| <i>Altri contratti</i>                      |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 254     | 238      | 132       | 72       | 53      | 47       | 44        | 58       | 83      | 52        | 53        | 42        |
| Vendite                                     | 112     | 43       | 82        | 31       | 17      | 35       | 25        | 38       | 10      | 10        | 10        | 20        |
| Valute contro valore                        | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       | -         | -         | -         |
| <b>Operazioni senza scambio di capitale</b> |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| <i>I.R.S.</i>                               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 446.803 | 474.759  | 525.842   | 577.677  | 665.479 | 775.848  | 762.789   | 783.442  | 914.813 | 1.037.149 | 1.088.887 | 1.130.179 |
| Vendite                                     | 484.353 | 527.146  | 526.414   | 573.465  | 682.993 | 752.187  | 743.221   | 789.471  | 907.177 | 1.039.606 | 1.088.667 | 1.129.108 |
| Scambi di tassi indicizzati                 | 118.028 | 135.044  | 146.237   | 152.069  | 175.180 | 225.026  | 246.166   | 285.324  | 431.715 | 465.333   | 480.165   | 503.581   |
| <i>F.R.A.</i>                               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 86.214  | 117.259  | 202.211   | 164.921  | 158.626 | 169.113  | 199.452   | 164.379  | 209.117 | 198.263   | 197.510   | 242.632   |
| Vendite                                     | 88.078  | 101.264  | 167.137   | 153.082  | 128.426 | 123.113  | 179.804   | 129.725  | 175.188 | 179.256   | 176.561   | 257.205   |
| <i>Domestic Currency Swap</i>               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 4.353   | 4.523    | 4.359     | 4.093    | 4.107   | 4.134    | 4.400     | 4.116    | 4.287   | 4.324     | 4.806     | 4.427     |
| Vendite                                     | 957     | 912      | 823       | 593      | 434     | 594      | 660       | 596      | 688     | 884       | 997       | 821       |
| <i>Future</i>                               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 23.779  | 35.473   | 27.896    | 73.695   | 65.427  | 52.243   | 25.192    | 22.305   | 24.001  | 39.849    | 37.594    | 64.457    |
| Vendite                                     | 50.084  | 55.978   | 52.193    | 54.870   | 76.906  | 62.110   | 117.696   | 88.506   | 130.839 | 147.860   | 186.804   | 170.697   |
| Valute contro valore                        | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       | -         | -         | -         |
| <i>Eonia Swap</i>                           |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 165.163 | 233.572  | 287.440   | 257.587  | 239.924 | 260.820  | 298.489   | 352.884  | 409.348 | 472.087   | 416.561   | 452.851   |
| Vendite                                     | 163.477 | 202.744  | 291.460   | 250.134  | 251.390 | 299.048  | 299.939   | 384.133  | 454.768 | 548.318   | 476.979   | 486.638   |
| <i>Altri contratti</i>                      |         |          |           |          |         |          |           |          |         |           |           |           |
| Acquisti                                    | 6.764   | 7.312    | 2.986     | 2.879    | 5.277   | 6.581    | 3.094     | 4.470    | 4.407   | 5.431     | 2.821     | 1.987     |
| Vendite                                     | 9.478   | 9.726    | 5.120     | 4.783    | 7.313   | 7.666    | 7.615     | 8.927    | 8.424   | 7.776     | 7.444     | 7.227     |
| Scambi di indici                            | 278     | 108      | 372       | 137      | 210     | 217      | 248       | 105      | 144     | 188       | 590       | 677       |
| Valute contro valore                        | 118     | 96       | 101       | 74       | 81      | 62       | 68        | 47       | 46      | 25        | 15        | 7         |

Note: cfr. tabella 1.1.

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

**Tabella 1.2. Contratti derivati diversi dalle opzioni - valori nozionali (dati in mln di euro) ... segue**  
**Classificazione per tipologia contratto derivato e per tipo di operazione**

|                                             | 2004      |           |           |           | 2005      |           |           |           | 2006      |           |           |           | 2007      |
|---------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                             | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   | II trim.  | III trim. | IV trim.  | I trim.   |
| <b>Operazioni con scambio di capitale</b>   |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <i>Future</i>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 13.696    | 32.824    | 46.672    | 5.302     | 4.773     | 3.415     | 9.701     | 4.481     | 5.707     | 6.355     | 7.100     | 8.216     | 7.499     |
| Vendite                                     | 26.328    | 20.557    | 47.409    | 6.933     | 9.021     | 9.231     | 10.309    | 6.818     | 7.470     | 9.073     | 10.336    | 7.459     | 10.057    |
| Valute contro valore                        | 9         | 18        | 23        | 13        | 7         | 0         | 3         | -         | 14        | 14        | 16        | 2         | 19        |
| <i>Currency Interest Rate Swap</i>          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 10.383    | 8.798     | 9.156     | 16.063    | 21.132    | 24.466    | 24.491    | 21.410    | 30.519    | 30.568    | 38.662    | 47.477    | 47.003    |
| Vendite                                     | 8.115     | 11.070    | 11.465    | 14.527    | 18.372    | 20.192    | 23.239    | 22.231    | 21.553    | 19.120    | 19.709    | 25.355    | 26.019    |
| Valute contro valore                        | 489       | 582       | 467       | 372       | 1.089     | 1.294     | 1.470     | 968       | 1.948     | 1.964     | 2.184     | 2.228     | 2.755     |
| <i>Altri contratti</i>                      |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 39        | 39        | 40        | 37        | 33        | 34        | 13        | 13        | 9         | 9         | 9         | 9         | 18        |
| Vendite                                     | 1         | 1         | 1         | -         | 6         | 2         | -         | -         | -         | 75        | 0         | 64        | 64        |
| Valute contro valore                        | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |
| <b>Operazioni senza scambio di capitale</b> |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <i>I.R.S.</i>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 1.339.951 | 1.427.709 | 1.407.078 | 1.464.830 | 1.541.014 | 1.633.769 | 1.696.588 | 1.708.150 | 1.761.885 | 1.719.804 | 1.720.805 | 1.750.318 | 1.771.357 |
| Vendite                                     | 1.322.152 | 1.432.381 | 1.397.686 | 1.430.419 | 1.502.556 | 1.541.068 | 1.708.946 | 1.617.057 | 1.649.077 | 1.690.220 | 1.681.768 | 1.717.661 | 1.727.267 |
| Scambi di tassi indicizzati                 | 506.300   | 481.181   | 470.351   | 468.802   | 483.602   | 495.648   | 486.803   | 486.741   | 487.366   | 485.180   | 471.061   | 464.668   | 458.719   |
| <i>F.R.A.</i>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 365.323   | 315.599   | 277.404   | 220.565   | 177.429   | 213.446   | 194.227   | 234.350   | 177.528   | 144.602   | 106.940   | 94.896    | 84.868    |
| Vendite                                     | 358.258   | 265.920   | 225.658   | 221.631   | 184.468   | 225.591   | 196.308   | 212.054   | 178.165   | 103.100   | 95.997    | 92.345    | 102.317   |
| <i>Domestic Currency Swap</i>               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 4.641     | 4.179     | 3.902     | 4.096     | 4.227     | 4.627     | 4.821     | 4.312     | 4.195     | 4.311     | 4.696     | 4.702     | 5.681     |
| Vendite                                     | 680       | 469       | 404       | 643       | 616       | 1.349     | 682       | 608       | 1.050     | 845       | 712       | 642       | 1.183     |
| <i>Future</i>                               |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 54.477    | 80.006    | 56.534    | 132.016   | 130.496   | 142.380   | 114.116   | 125.875   | 159.833   | 172.040   | 123.141   | 106.792   | 76.645    |
| Vendite                                     | 206.055   | 141.746   | 128.831   | 124.632   | 118.153   | 160.831   | 179.790   | 142.264   | 119.625   | 131.161   | 131.501   | 130.805   | 136.224   |
| Valute contro valore                        | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |
| <i>Eonia Swap</i>                           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 621.295   | 476.451   | 384.368   | 298.850   | 212.203   | 327.461   | 321.520   | 389.443   | 342.575   | 325.783   | 368.037   | 322.449   | 389.992   |
| Vendite                                     | 711.170   | 499.351   | 451.442   | 360.469   | 253.327   | 357.991   | 348.400   | 397.834   | 359.794   | 303.591   | 353.960   | 366.634   | 441.446   |
| <i>Altri contratti</i>                      |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Acquisti                                    | 4.195     | 3.754     | 8.053     | 2.224     | 2.829     | 5.596     | 5.756     | 3.800     | 3.140     | 4.704     | 5.228     | 7.059     | 10.132    |
| Vendite                                     | 13.038    | 13.179    | 17.788    | 10.985    | 13.321    | 8.493     | 9.691     | 9.851     | 9.215     | 11.979    | 14.030    | 21.188    | 22.639    |
| Scambi di indici                            | 700       | 825       | 845       | 828       | 849       | 1.193     | 1.192     | 1.157     | 935       | 690       | 517       | 489       | 1.831     |
| Valute contro valore                        | 4         | 27        | 21        | 16        | 18        | 4         | 5         | 6         | 76        | 447       | 96        | 169       | 182       |

Note: cfr. tabella 1.1.

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

Tabella 2.1. Opzioni vendute dalle banche - valori nominali dei titoli sottostanti (in mln di euro)

|                                                  | 2001             |                  |                  |                  | 2002             |                  |                  |                  | 2003             |                  |                  |                  |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                                  | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         |
| Call<br>- di cui standard (plain vanilla) - in % | 160.084<br>89,2% | 151.448<br>84,6% | 155.257<br>82,4% | 176.928<br>83,3% | 151.378<br>80,1% | 149.401<br>79,3% | 166.072<br>77,9% | 160.188<br>76,3% | 196.709<br>77,6% | 277.543<br>67,2% | 241.825<br>80,9% | 233.497<br>77,4% |
| Put<br>- di cui standard (plain vanilla) - in %  | 84.107<br>87,9%  | 91.461<br>88,3%  | 87.237<br>87,7%  | 106.275<br>89,8% | 114.211<br>87,9% | 137.046<br>88,5% | 147.538<br>88,9% | 159.577<br>89,8% | 192.470<br>90,3% | 201.393<br>90,4% | 232.116<br>91,0% | 244.444<br>91,6% |
| Altre opzioni                                    | 12.566           | 13.692           | 15.446           | 13.115           | 26.124           | 38.704           | 49.846           | 46.703           | 56.302           | 53.477           | 57.250           | 65.925           |

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

Tabella 2.1. Opzioni vendute dalle banche - valori nominali dei titoli sottostanti (in mln di euro) ... segue

|                                                  | 2004             |                  |                  |                  | 2005             |                  |                  |                  | 2006             |                  |                  |                  | 2007             |
|--------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                                  | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         | I trim.          | II trim.         | III trim.        | IV trim.         | I trim.          |
| Call<br>- di cui standard (plain vanilla) - in % | 376.983<br>82,4% | 319.355<br>79,3% | 326.376<br>80,1% | 343.788<br>81,3% | 394.033<br>83,2% | 424.172<br>85,8% | 430.315<br>85,2% | 456.767<br>86,2% | 460.285<br>86,4% | 465.570<br>87,2% | 466.166<br>86,1% | 431.347<br>85,4% | 540.060<br>87,5% |
| Put<br>- di cui standard (plain vanilla) - in %  | 400.578<br>91,2% | 363.818<br>90,5% | 387.516<br>90,7% | 417.591<br>91,2% | 484.467<br>92,2% | 520.225<br>92,2% | 612.988<br>93,6% | 534.359<br>92,9% | 574.486<br>92,2% | 561.397<br>91,2% | 562.820<br>89,9% | 582.332<br>90,0% | 644.037<br>89,5% |
| Altre opzioni                                    | 80.591           | 76.798           | 82.182           | 92.887           | 102.453          | 108.399          | 116.397          | 127.154          | 138.051          | 160.273          | 183.543          | 186.517          | 184.007          |

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

Tabella 2.2. Opzioni vendute dalle banche - valori nominali dei titoli sottostanti (in mln di euro)

|                                 | 2001    |          |           |          | 2002    |          |           |          | 2003    |          |           |          |
|---------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|
|                                 | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. |
| <b>Standard (plain vanilla)</b> |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 73.890  | 80.774   | 76.502    | 95.424   | 100.376 | 121.224  | 131.106   | 143.257  | 173.818 | 182.158  | 211.197   | 223.942  |
| Call                            | 142.769 | 128.053  | 127.879   | 147.395  | 121.236 | 118.490  | 129.384   | 122.282  | 152.671 | 186.491  | 195.526   | 180.683  |
| Valute contro valore            | 1.896   | 1.569    | 2.560     | 2.737    | 3.556   | 9.418    | 14.419    | 12.796   | 18.489  | 12.981   | 15.411    | 18.289   |
| Corridor                        | 178     | 173      | 108       | 98       | 91      | 134      | 125       | 115      | 66      | 53       | 55        | 43       |
| <b>Barriera</b>                 |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Up-and-in                       |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 317     | 313      | 461       | 790      | 973     | 1.879    | 2.391     | 2.998    | 3.324   | 3.716    | 3.556     | 2.786    |
| Call                            | 1.704   | 2.665    | 2.018     | 2.741    | 2.526   | 792      | 1.349     | 931      | 2.987   | 750      | 1.260     | 2.218    |
| Valute contro valore            | 42      | 119      | 253       | 3        | 298     | 847      | 608       | 562      | 1.122   | 709      | 1.061     | 4.405    |
| Down-and-in                     |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 1.168   | 1.758    | 1.647     | 1.175    | 915     | 720      | 399       | 300      | 1.260   | 128      | 38        | 81       |
| Call                            | 416     | 647      | 2.109     | 2.320    | 2.997   | 2.703    | 2.650     | 3.410    | 3.618   | 1.983    | 1.611     | 1.077    |
| Valute contro valore            | -       | -        | 44        | 34       | -       | 66       | 30        | 5        | 217     | 78       | 67        | 27       |
| Up-and-out                      |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 1.024   | 836      | 839       | 788      | 1.020   | 1.247    | 1.557     | 999      | 1.029   | 1.215    | 1.007     | 1.166    |
| Call                            | 1.414   | 1.999    | 1.575     | 780      | 643     | 567      | 1.723     | 948      | 3.172   | 1.880    | 2.363     | 839      |
| Valute contro valore            | -       | 18       | 15        | 14       | 28      | 17       | 106       | 60       | 137     | 53       | 81        | 130      |
| Down-and-out                    |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 773     | 1.400    | 1.316     | 823      | 620     | 1.769    | 1.153     | 889      | 2.038   | 2.176    | 2.044     | 2.491    |
| Call                            | 278     | 519      | 913       | 1.129    | 1.716   | 2.542    | 2.489     | 2.122    | 2.032   | 2.659    | 2.758     | 2.728    |
| Valute contro valore            | 2       | 33       | 49        | 1        | 4       | 4        | 8         | 3        | 262     | 4        | 2         | 3        |
| <b>Binarie</b>                  |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Cash-or-nothing                 |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 15      | 25       | 26        | 30       | 24      | 62       | 35        | 9        | 54      | 68       | 208       | 242      |
| Call                            | 37      | 260      | 288       | 286      | 287     | 446      | 559       | 937      | 961     | 1.228    | 1.621     | 3.135    |
| Valute contro valore            | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        |
| <b>Asiatiche</b>                |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Average price                   |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 1.216   | 32       | 176       | 715      | 1.945   | 511      | 535       | 555      | 500     | 550      | 450       | 435      |
| Call                            | 5.578   | 9.726    | 13.072    | 14.466   | 12.618  | 13.778   | 15.661    | 15.886   | 17.920  | 68.848   | 20.699    | 26.582   |
| Valute contro valore            | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        |
| Swapion                         |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |
| Put                             | 5.704   | 6.322    | 6.272     | 6.529    | 8.338   | 9.635    | 10.361    | 10.569   | 10.448  | 11.381   | 13.615    | 13.301   |
| Call                            | 7.888   | 7.579    | 7.403     | 7.812    | 9.354   | 10.083   | 12.256    | 13.673   | 13.349  | 13.703   | 15.987    | 16.236   |
| Scambi di tassi indicizzati     | 82      | 74       | 92        | 84       | 114     | 89       | 94        | 131      | 201     | 223      | 243       | 276      |
| Scambi di indici                | 3.934   | 3        | -         | 388      | 360     | -        | 0         | 0        | 0       | 0        | 0         | 0        |
| Altre opzioni                   | 6.431   | 11.703   | 12.325    | 9.755    | 21.672  | 28.128   | 34.457    | 33.031   | 35.808  | 39.378   | 40.329    | 42.751   |

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.

**Tabella 2.2. Opzioni vendute dalle banche - valori nominali dei titoli sottostanti (in mln di euro) ... segue**  
**Classificazione per tipologia di opzione**

|                                 | 2004    |          |           |          | 2005    |          |           |          | 2006    |          |           |          | 2007    |
|---------------------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
|                                 | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | I trim. |
| <b>Standard (plain vanilla)</b> |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 365.448 | 329.370  | 351.395   | 380.904  | 446.459 | 479.773  | 573.989   | 496.232  | 529.816 | 512.254  | 506.114   | 523.994  | 576.527 |
| Call                            | 310.621 | 253.156  | 261.318   | 279.400  | 327.869 | 364.029  | 366.661   | 393.669  | 397.516 | 406.068  | 401.399   | 366.511  | 472.569 |
| Valute contro valore            | 26.134  | 14.068   | 9.068     | 10.551   | 9.418   | 16.482   | 17.888    | 17.354   | 21.601  | 29.890   | 24.349    | 23.290   | 28.697  |
| Corridor                        | 45      | 56       | 191       | 175      | 162     | 82       | 43        | 65       | 75      | 16.818   | 24.256    | 26.530   | 29.344  |
| <b>Barriera</b>                 |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| <i>Up-and-in</i>                |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 4.452   | 3.978    | 3.720     | 4.028    | 3.864   | 3.519    | 2.679     | 2.413    | 2.812   | 2.785    | 2.527     | 2.527    | 2.535   |
| Call                            | 2.417   | 2.882    | 3.351     | 1.688    | 1.378   | 1.631    | 1.918     | 2.040    | 2.087   | 916      | 1.286     | 1.225    | 1.171   |
| Valute contro valore            | 3.987   | 2.615    | 4.491     | 2.976    | 4.061   | 3.016    | 1.699     | 1.740    | 2.852   | 1.031    | 2.451     | 2.369    | 1.916   |
| <i>Down-and-in</i>              |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 108     | 181      | 162       | 327      | 256     | 924      | 232       | 480      | 428     | 977      | 1.422     | 2.648    | 2.879   |
| Call                            | 1.972   | 1.518    | 1.236     | 1.110    | 2.752   | 1.818    | 1.361     | 1.483    | 1.282   | 1.770    | 1.666     | 1.211    | 1.199   |
| Valute contro valore            | 29      | 29       | 27        | 74       | 8       | 16       | 33        | 423      | 520     | 1.159    | 1.516     | 1.133    | 1.445   |
| <i>Up-and-out</i>               |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 1.836   | 1.629    | 1.349     | 1.225    | 1.963   | 3.369    | 3.066     | 2.878    | 5.982   | 2.935    | 1.992     | 1.588    | 1.118   |
| Call                            | 1.919   | 2.549    | 1.527     | 1.285    | 1.930   | 2.704    | 3.380     | 3.980    | 3.670   | 2.962    | 2.743     | 1.469    | 1.519   |
| Valute contro valore            | 108     | 111      | 439       | 277      | 1.327   | 2.408    | 2.702     | 2.770    | 1.583   | 3.248    | 2.958     | 2.497    | 2.896   |
| <i>Down-and-out</i>             |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 2.704   | 2.794    | 3.377     | 3.123    | 3.060   | 2.305    | 2.305     | 2.985    | 2.945   | 3.193    | 2.733     | 2.471    | 3.450   |
| Call                            | 3.092   | 2.996    | 2.782     | 3.936    | 4.357   | 3.048    | 2.210     | 1.359    | 1.673   | 953      | 819       | 850      | 783     |
| Valute contro valore            | 12      | 50       | 47        | 53       | 1       | 8        | 8         | 175      | 230     | 638      | 922       | 955      | 1.542   |
| <b>Binarie</b>                  |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| <i>Cash-or-nothing</i>          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 701     | 982      | 1.002     | 915      | 737     | 774      | 807       | 786      | 2.410   | 9.369    | 18.828    | 17.864   | 17.496  |
| Call                            | 3.428   | 4.131    | 3.729     | 3.696    | 3.723   | 3.224    | 3.142     | 1.867    | 1.942   | 2.048    | 2.235     | 2.201    | 1.871   |
| Valute contro valore            | -       | -        | -         | 8        | 12      | 10       | 705       | 9.547    | 9.590   | 9.222    | 8.363     | 7.113    | 5.771   |
| <b>Asiatiche</b>                |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| <i>Average price</i>            |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 451     | 429      | 425       | 723      | 781     | 3.323    | 3.727     | 2.637    | 2.648   | 946      | 903       | 697      | 514     |
| Call                            | 29.764  | 28.626   | 28.256    | 29.359   | 28.133  | 23.803   | 23.873    | 24.364   | 22.556  | 22.613   | 25.541    | 20.494   | 21.045  |
| Valute contro valore            | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       | -        | -         | -        | -       |
| <b>Swaption</b>                 |         |          |           |          |         |          |           |          |         |          |           |          |         |
| Put                             | 24.879  | 24.456   | 26.087    | 26.346   | 27.348  | 26.239   | 26.183    | 25.948   | 27.445  | 28.938   | 28.301    | 30.544   | 39.517  |
| Call                            | 23.769  | 23.499   | 24.177    | 23.314   | 23.891  | 23.916   | 27.770    | 27.985   | 29.558  | 28.240   | 30.479    | 35.385   | 39.904  |
| Scambi di tassi indicizzati     | 291     | 39       | 34        | 17       | 265     | 269      | 287       | 289      | 51      | 54       | 28        | 2        | 2       |
| Scambi di indici                | 0       | 8        | 3         | 2        | 18      | 34       | 108       | 41       | 39      | 53       | 62        | -        | 86      |
| <b>Altre opzioni</b>            | 49.984  | 59.822   | 67.882    | 78.754   | 87.180  | 86.073   | 92.927    | 94.749   | 101.512 | 98.161   | 118.638   | 122.627  | 112.308 |

Fonte: Elaborazioni Centro Studi e Ricerche ABI su dati Segnalazioni di Vigilanza Banca d'Italia.