



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e commercio

**LA SPECULAZIONE FINANZIARIA NEI MERCATI
DERIVATI, IL CASO BARINGS BANK**

**FINANCIAL SPECULATION IN DERIVATIVES
MARKETS, THE BARINGS BANK CASE**

Relatore:
Prof. Alberto Manelli

Rapporto finale di:
Paolo De Vito

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Introduzione	1
Capitolo 1: I contratti derivati, aspetti definatori	
1.1 Origine e cenni storici dei derivati.....	3
1.2 Tipologie di mercati derivati.....	5
1.2.1 Mercati regolamentati.....	6
1.2.2 Mercati OTC.....	7
1.3 I Futures.....	8
1.4 Le Opzioni.....	11
1.5 Finalità nell'utilizzo degli strumenti derivati.....	15
Capitolo 2: Il caso Barings Bank	
2.1 La storia della Barings Bank.....	19
2.2 Le principali cause che portarono al collasso.....	21
2.2.1 L'indice Nikkei 225.....	23
2.3 Le conseguenze del fallimento.....	26
.	
Conclusioni	27
Bibliografia	29
Sitografia	30

INTRODUZIONE

La speculazione nei mercati derivati rappresenta uno dei temi maggiormente dibattuti in ambito economico-finanziario. Negli ultimi anni molti economisti e politici hanno manifestato il loro disappunto in merito all'utilizzo di tali strumenti, soprattutto in riferimento ai molteplici scandali avvenuti nel corso del nuovo millennio. Sostanzialmente il loro utilizzo, anche con tale finalità, è del tutto lecito. Il problema sorge nel momento in cui gli investitori, o più in generale i soggetti economici, agiscono in maniera incosciente, a maggior ragione se operano per conto di enti pubblici o istituti bancari. Oltre all'evidente problema relativo alla speculazione effettuata con risorse pubbliche, l'altra questione centrale che sorge quando si parla di strumenti derivati è la poca trasparenza o la scarsa regolamentazione che caratterizza la maggior parte di questi mercati.

Questi temi saranno oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in due capitoli. Nel primo viene illustrata la storia della nascita dei primi contratti aventi scopi riconducibili a quelli dei contemporanei strumenti derivati, passando poi ad una analisi più dettagliata delle tipologie di mercati in cui vengono negoziati con un focus sui due principali strumenti, i Futures e le Options. Queste informazioni consentiranno di comprendere al meglio sia l'ultimo paragrafo, inerente alle varie finalità legate a tali strumenti, sia la seconda parte della tesi.

Nel secondo capitolo infatti viene presentato ed analizzato uno dei casi più emblematici di speculazione nei mercati derivati ovvero il fallimento della Barings Bank. Viene illustrata dapprima la storia della banca dal momento della fondazione fino all'assunzione del promettente trader Nicholas William Leeson. Nei paragrafi successivi sono riportate in ordine cronologico le principali operazioni effettuate da

quest'ultimo che portarono al fallimento dell'istituto dopo una storia durata circa 230 anni. Viene illustrata inoltre una breve analisi sull'indice maggiormente utilizzato dal giovane trader inglese, il Nikkei 225. Nell'ultimo paragrafo vengono citate le conseguenze che causò a livello finanziario questo evento.

Capitolo 1

I contratti derivati, aspetti definatori

1.1 Origine e cenni storici

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante anche nota come *underlying asset*¹ e possono essere usati per varie finalità. Tra le attività sottostanti si distinguono principalmente quelle di natura finanziaria (es. titoli azionari, indici, tassi di interesse o di cambio) e quelle di natura reale (es. oro, petrolio, caffè). Il senso del termine “derivato” risiede nella diretta correlazione tra il valore dello strumento in questione e la variabile da cui quest'ultimo dipende.

I primi contratti con caratteristiche e scopi simili ai moderni strumenti derivati risalgono all'epoca romana, nel periodo in cui si svilupparono i primi veri mercati chiamati *fora vendalia*². L'obiettivo del loro utilizzo era quello di ovviare alle problematiche legate al trasporto ed allo stoccaggio di merci che in quegli anni stavano raggiungendo un quantitativo sempre maggiore a causa del crescente afflusso di mercanti. Grazie a questi accordi infatti, gli antichi romani si assicuravano rispetto alle suddette problematiche vendendo e acquistando “a termine”, stipulando cioè dei precontratti che consentivano di scindere il momento in cui stabilire il prezzo da quello dell'effettivo pagamento. Successivamente, l'idea alla base di questi contratti è stata ripresa anche da altre popolazioni durante il medioevo, delineando in maniera sempre più specifica le caratteristiche di fondo che contraddistinguono i moderni strumenti derivati. Un esempio che testimonia la diffusione di queste pratiche sono gli accordi che i mercanti stringevano in

¹ www.borsaitaliana.it, Definizione degli “strumenti derivati”.

² *Fora Vendalia*, Uno dei mercati più antichi specializzato nella vendita di particolari produzioni agricole che vi giungevano da ogni parte dell'Impero.

occasione delle fiere stagionali, soprattutto nella Regione dello Champagne in Francia. Tali contratti avevano ad oggetto un raccolto futuro ed il principale obiettivo era quello di stabilire a priori un prezzo equo consentendo alle parti di eliminare il rischio relativo all'incertezza sul prezzo futuro del grano. Nell'età moderna invece, i primi mercati organizzati per lo scambio di derivati risalgono al sedicesimo e diciassettesimo secolo. Nel 1600 ci fu l'ammissione alla negoziazione al *Royal Exchange* di Londra ³ dei primi contratti forward, ovvero contratti di compravendita "a termine" che si differenziano da quelli "a pronti" per il fatto che la consegna del bene oggetto del contratto (il sottostante) e il pagamento del prezzo pattuito avvengono a una data futura prefissata e non nel momento in cui le due parti raggiungono l'accordo. L'utilizzo di questi contratti si diffuse notevolmente perché consentiva di risolvere molte problematiche anche diverse fra loro. Non bisogna attendere molto però per assistere alle prime evoluzioni negative causate da un utilizzo improprio dei derivati. Nel 1637 infatti ci fu la prima grande crisi finanziaria innescata dall'utilizzo di strumenti finanziari con finalità speculative che coinvolse tutto il sistema economico europeo di quei tempi (la bolla speculativa sui tulipani del 1637)⁴. Lo sviluppo del primo vero mercato riguardante i Futures (vedi paragrafo 1.3) ha origine a Chicago nel 1848 e prende il nome di Chicago Board of Trade (CBOT)⁵, in un primo momento il mercato trattava solo scambi riguardanti il grano, poi vennero implementate una serie di coltivazioni. Le prime valute vennero aggiunte solo alla fine del 1972, successivamente furono inseriti rispettivamente i tassi d'interesse e i futures sugli indici. Nel giro di dieci anni

³ Royal Exchange: è stato il primo mercato azionario della città di Londra, fondato nel 1565 da Thomas Gresham

⁴ Bolla speculativa sui tulipani: avvenuta nel 1637: rappresenta la prima vera crisi scoppiata a causa della speculazione nell'economia moderna che coinvolse più continenti. Sostanzialmente fu causata dalla forte domanda e dalla conseguente speculazione sui prezzi futuri dei tulipani, prezzi che raggiunsero livelli mai visti prima, circa 10 volte superiori rispetto agli anni precedenti e che presto divennero insostenibili. A febbraio del 1637 il prezzo crollò a picco causando la rovina o la fortuna di molti commercianti.

⁵ CBOT: Il Chicago Board of Trade (CBOT), fondato nel 1848 durante la presidenza di James Knox Polk, è il più antico luogo di scambio di futures e di opzioni al mondo.

divenne possibile negoziare derivati subordinati a qualsiasi prodotto in circolazione.

Negli anni successivi si susseguirono varie crisi finanziarie dovute all'utilizzo incosciente, improprio e talvolta fraudolento da parte di alcuni operatori finanziari dei prodotti derivati. Le più eclatanti hanno portato al fallimento di alcune società o banche considerate solide, Ne è un esempio il fallimento della Barings Bank nel 1995 che sarà oggetto di analisi del secondo capitolo.

1.2 Tipologie di mercati derivati

Nell'analizzare i contesti in cui vengono scambiati i vari tipi di derivati è opportuno comprendere una prima distinzione alla base dei singoli strumenti. Esistono infatti due tipologie principali, gli strumenti derivati simmetrici e asimmetrici. Nel primo caso (simmetrici) entrambi i contraenti si impegnano ad effettuare una determinata prestazione alla scadenza prefissata, quindi l'obbligo di effettuarla ricade su entrambe le parti. Nel secondo caso invece (asimmetrici) solo una delle due parti si obbliga ad adempiere ai propri impegni in cambio di un premio fisso (la parte venditrice), mentre colui che acquista (compratore) ha diritto di scegliere se assolvere o meno la prestazione oggetto del contratto una volta che quest'ultimo giunge a scadenza. Questa importante distinzione che caratterizza i singoli strumenti è utile per comprendere il contesto e quindi le differenze dei mercati in cui questi ultimi vengono negoziati.

I mercati derivati si distinguono sostanzialmente in due macro categorie:

1. mercati regolamentati;
2. mercati Over the counter (OTC).

I mercati Over The Counter rappresentano più del 70% del volume di scambi effettuati nel mercato europeo. Il motivo di tale diffusione risiede sicuramente nella

grande flessibilità e varietà che quest'ultimi offrono. Queste caratteristiche li rendono più appetibili agli occhi degli investitori, soprattutto per coloro che intendono utilizzare questi contratti con finalità speculative, cercando di conseguenza strumenti sempre più personalizzati e vicini alle loro esigenze.

1.2.1 I mercati regolamentati

Per quanto riguarda i derivati scambiati nei mercati regolamentati, le parti non sono lasciate libere di stabilire tutte le caratteristiche del loro strumento, tuttavia possono scegliere tra alcune tipologie di strumenti che rispettano valori standardizzati come la durata, il taglio minimo di negoziazione, le modalità di liquidazione e l'attività sottostante. Oltre alle suddette caratteristiche, i mercati regolamentati consentono di stipulare contratti standardizzati in forma del tutto anonima, grazie anche al coordinamento di un gestore di mercato come la Borsa italiana S.P.A. ed all'esistenza della Clearing House, la quale svolge l'importante compito di assicurare protezione da un'eventuale insolvenza di una delle due parti. La Clearing House è la camera di compensazione che permette agli operatori di avere la certezza di contrattare con soggetti che non si dimostreranno inadempienti. Quest'ultima, di fatto, si frappone tra i broker dei due agenti portando avanti due operazioni opposte e complementari, svolgendo un ruolo fondamentale ed imprescindibile, rappresentando così una delle caratteristiche distintive più importanti per questi mercati. Un altro fattore importante che rassicura maggiormente gli investitori è la supervisione da parte dell'autorità vigilante, la Commissione nazionale per la società e la borsa (CONSOB), la quale ha il compito di indagare su eventuali comportamenti scorretti dei soggetti che agiscono nei mercati derivati regolamentati, ed eventualmente possono procedere sanzionandoli.

Lo scambio di questi strumenti derivati avviene all'interno dei mercati regolamentati. In Italia quest'ultimo è chiamato IDEM ovvero il mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., nato il 28 novembre 1994, con l'avvio delle negoziazioni telematiche sul FIB30⁶, in cui si negoziano contratti futures e contratti d'opzione aventi come attività sottostante indici e singoli titoli azionari. Tra i principali tipi di strumenti derivati scambiati nei mercati regolamentati troviamo i contratti futures, le opzioni, i certificati di investimento e i covered warrant.

1.2.2 I mercati OTC

L'altra tipologia di mercati che consente l'utilizzo degli strumenti derivati è chiamata *Over The counter* («sopra il bancone»), meglio nota con l'abbreviazione OTC. Quest'ultima identifica il complesso dei contratti finanziari conclusi mediante negoziazione diretta fra le controparti al di fuori di un mercato borsistico ufficiale standardizzato⁷. La principale differenza rispetto all'altra tipologia di mercati risiede nell'assenza di regolamentazione non tanto rispetto all'attività dei broker, che è in ogni caso soggetta a monitoraggio da parte della *National Association of Securities Dealers* (Associazione nazionale degli agenti di borsa americana, meglio nota come NASD), piuttosto per quanto concerne la qualità dei titoli venduti e comprati, su cui mancano i controlli e le garanzie che sono invece obbligatori nei mercati regolamentati. Queste caratteristiche unite all'alta volatilità rappresentano i maggiori rischi per chi sceglie di investire su questi mercati. L'esempio tipico di mercato OTC è il NASDAQ⁸. Gli strumenti derivati più diffusi

⁶ Fib30: come riportato da Treccani sul loro dizionario di economia e finanza, il Fib30 è un contratto derivato standardizzato, negoziato su mercati regolamentati, il cui sottostante è il prezzo spot dell'indice FTSE-MIB rappresentativo delle 30 maggiori società italiane per capitalizzazione.

⁷ www.treccani.it, definizione di mercati "OTC"

⁸ NASDAQ: acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation, istituito a Wall Street l'8 febbraio 1971, si tratta del primo mercato elettronico dove vengono comprati e

tra i mercati OTC sono i Forward, gli Swap e le Opzioni che possono essere scambiate anche in mercati regolamentati. Pur essendo strumenti rischiosi a causa dell'elevato rischio di insolvenza e della poca trasparenza offerta, sono contratti atipici che offrono maggiore flessibilità rispetto ai contratti standardizzati in termini anche di scelta grazie ad un'ampia varietà di asset e strumenti finanziari più economici.

Al fine di comprendere al meglio le funzioni e le caratteristiche di tali strumenti ed il tema oggetto di analisi del secondo capitolo, è opportuno descrivere il funzionamento di almeno due strumenti derivati molto diffusi, in particolare:

1. Contratti Futures (scambiati su mercati regolamentati);
2. Opzioni (scambiate sia in mercati regolamentati sia OTC).

1.3 I Futures

Il Future è un contratto derivato tra due controparti per acquistare o vendere il sottostante ad un prezzo prefissato ad una data futura. Essendo un contratto simmetrico entrambe le parti sono obbligate a scambiarsi il bene a scadenza o a compensare l'eventuale differenziale in denaro (solitamente non avviene uno scambio fisico del bene sottostante, le parti si impegnano a compensare l'eventuale differenziale in denaro che si verifica al termine). All'interno del mercato i soggetti possono assumere due tipi di posizioni: il soggetto acquirente assume una posizione cosiddetta *long* sul sottostante, mentre il venditore assume una posizione *short*. Essendo contratti scambiati in mercati regolamentati, viene usato il sistema di compensazione dei margini grazie al lavoro della Clearing house. Entrambe le parti infatti devono versare una somma di denaro che servirà a coprire le oscillazioni di prezzo del sottostante. Per determinare il risultato finale bisogna confrontare il

venduti strumenti finanziari. E il secondo più grande listino di borsa al mondo, subito dopo il New York Stock Exchange (NYSE).

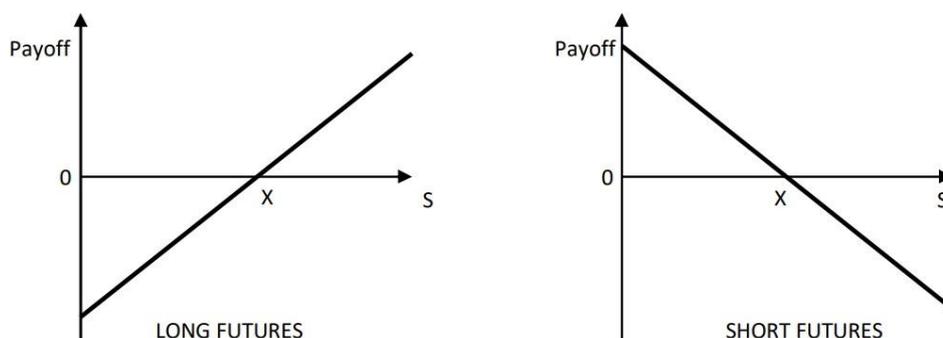
prezzo del sottostante a scadenza con il prezzo stabilito nell'accordo. I probabili scenari che si possono verificare sono i seguenti:

1. il prezzo del sottostante è uguale al prezzo di scambio concordato, in questo caso nessuna delle parti ha un guadagno o una perdita;
2. Il prezzo del sottostante è inferiore al prezzo concordato, in questo caso a trarre un profitto è la parte che si è obbligata a vendere. Questa parte infatti venderà l'attività sottostante ad un prezzo più vantaggioso rispetto a quello di mercato;
3. Il prezzo del sottostante è superiore al prezzo concordato, in questo caso a trarre un profitto sarà chi è obbligato a comprare, riuscirà a comprare ad un prezzo vantaggioso un'attività scambiata nel mercato ad un prezzo superiore.

Ad ogni modo, nel caso di posizioni long il guadagno è potenzialmente illimitato, mentre la perdita massima è limitata al controvalore del sottostante acquistato. Nel caso di posizioni short il guadagno è limitato al controvalore del sottostante venduto, mentre la perdita è potenzialmente illimitata.

Figura 1.1: casistica relativa ai payoff delle posizioni long e short a scadenza

(X =prezzo di consegna, S =prezzo alla scadenza)



Fonte: The option guide

Il sottostante può essere costituito da varie tipologie di beni, commodities o attività finanziarie. Il motivo per il quale i Futures sono così diffusi risiede anche nella possibilità di sfruttare la leva finanziaria. La maggior parte degli Exchange infatti permette agli investitori di scegliere determinati livelli di leva finanziaria. Quest'ultima è uno strumento che permette di aumentare l'esposizione su un mercato finanziario a fronte di un investimento relativamente modesto di capitale. Nella pratica quindi il soggetto investitore verserà una determinata somma iniziale chiamata margine o deposito, stabilito dal broker a seconda dello strumento su cui desidera investire, la parte restante del capitale sarà messa a disposizione dall'Exchange. In questo modo l'eventuale profitto o perdita sarà basato sull'intera esposizione, quindi il guadagno o la perdita risulteranno molto elevati rispetto alla somma investita. Queste caratteristiche consentono di utilizzare questi ed altri strumenti simili per varie finalità, tra cui quella speculativa che spesso ha rappresentato un problema in passato come vedremo nel secondo capitolo quando verrà analizzato il caso relativo al fallimento della Barings Bank.

1.4 Le opzioni

Esistono due tipologie di opzioni chiamate opzioni *call* ed opzioni *put*. A differenza dei futures, le opzioni concedono il diritto di decidere se acquistare (call) o vendere (put) il sottostante al prezzo che esso presenta alla scadenza, in cambio di un premio prestabilito che dovrà essere versato in ogni caso alla controparte che ci fornisce la possibilità di riscattare o meno il diritto. Una precisazione riguardo le opzioni e il modo in cui saranno analizzate nei prossimi esempi va fatta riguardo i termini long e short che sono usati per indicare la stessa opzione dal punto di vista di chi acquista e di chi cede il diritto di opzione. Gli esempi (descrittivi) riportati in questo paragrafo infatti sono riferiti ad opzione call e put in merito a posizioni long.

Le opzioni call sono contratti che forniscono il diritto di acquistare il sottostante a scadenza ad un prezzo prestabilito (*strike price*) a fronte di un pagamento di un premio obbligatorio pattuito preventivamente al momento della stipula del contratto. Le opzioni put, al contrario delle prime forniscono il diritto di vendere a scadenza il sottostante. Le opzioni possono essere scambiate sia in mercati regolamentati sia over the counter. E' importante sottolineare che nei contratti di opzione si ha l'opportunità di scegliere se acquistare (o vendere) il sottostante e per questo diritto si paga un premio. Le opzioni sono quindi derivati asimmetrici, nel caso della call ad esempio chi acquista ha opportunità di guadagno teoricamente illimitate a fronte di una perdita circoscritta al premio pagato. Questo è quello che differenzia un'opzione da un future, in quest'ultimo infatti l'obbligo d'esercizio a scadenza rende le due parti simmetriche e di conseguenza il guadagno di uno sarà equivalente alla perdita dell'altro. Gli scenari possibili che si verificano una volta giunti a scadenza, come nel caso dei Futures, sono molteplici.

Gli scenari relativi alle opzioni *call* sono 3:

1. “*at the money*”. Il prezzo del sottostante è uguale allo strike price, in questo caso esercitare o meno l’opzione sarà indifferente, chi è in posizione long riporterà in entrambi i casi una perdita uguale al premio iniziale pagato;
2. “*in the money*”. Il prezzo del sottostante è maggiore rispetto allo strike price, in questo caso l’opzione verrà esercitata e chi è in posizione long registrerà un profitto maggiorato del premio iniziale pagato;
3. “*out of the money*”. Il prezzo del sottostante è minore dello strike price, in questo caso l’opzione non sarà esercitata, la parte che ha acquistato l’opzione avrà una perdita uguale al premio iniziale pagato.

Figura 1.2: scenari opzione long call (in blu=livello strike price, in rosso= Market price)



Fonte: money-zine

Per quanto riguarda le opzioni put, come descritto in precedenza forniscono il diritto a vendere ad una data scadenza il sottostante. Di seguito vengono analizzati gli scenari relativi ad una opzione put long, ovvero quella posizione che consente all'investitore di poter scegliere se vendere ad una certa data il sottostante ad un valore prestabilito grazie ad un premio già pagato, senza il quale la controparte non avrebbe motivo di fornire il diritto di scelta a colui che intende utilizzare un'opzione, sia essa call o put.

Gli scenari alla scadenza relativi alle opzioni *put* sono sempre 3:

1. “at the money”. Il prezzo del sottostante è uguale allo strike price, in questo caso esercitare o meno l'opzione sarà indifferente, chi è in posizione long riporterà in entrambi i casi una perdita uguale al premio iniziale pagato;
2. “in the money”. Il prezzo del sottostante è minore allo strike price, in questo caso l'opzione sarà esercitata in ogni caso, minore sarà il prezzo del sottostante, maggiore sarà il guadagno della parte long;
3. “out of the money”. Il prezzo del sottostante è maggiore allo strike price, in questo caso l'opzione non verrà esercitata e la posizione long riporterà una perdita uguale al premio pagato alla stipula del contratto.

Di seguito sono raffigurate le figure relative ai possibili guadagni\perdite derivanti dall'assunzione di posizioni long e short su opzioni put.

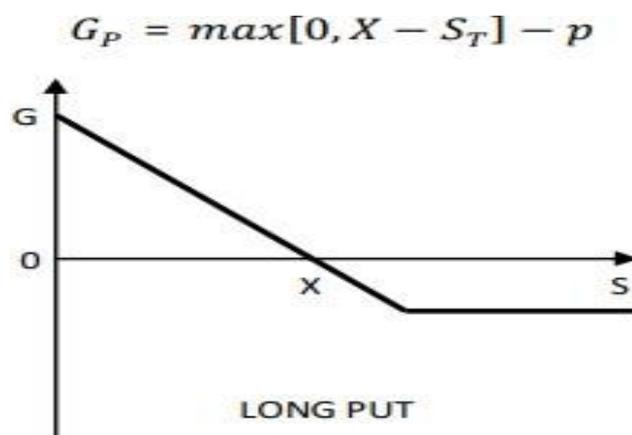
con:

ST= valore sottostante alla scadenza T;

X= prezzo di esercizio;

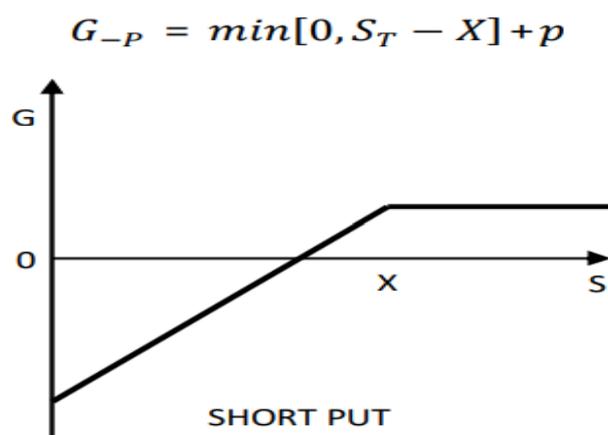
P= premio pagato per l'acquisto delle opzioni.

Figura 1.3: scenario relativo al guadagno o perdita finale di una opzione long put



Fonte: articolo The option guide

Fig 1.4: scenario relativo al guadagno o perdita finale di una opzione short put



Fonte: articolo The option guide

1.5 Finalità nell'utilizzo degli strumenti derivati

Le principali finalità associate alla negoziazione di strumenti finanziari derivati sono le seguenti:

1. copertura di posizioni (hedging), proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate nei prezzi di mercato. L'utilizzo dello strumento derivato consente di neutralizzare l'andamento avverso del mercato, bilanciando le perdite/guadagni sulla posizione da coprire con i guadagni/perdite sul mercato dei derivati. L'idea iniziale legata alla nascita degli strumenti derivati, come analizzato in precedenza, era finalizzata proprio a fornire una soluzione all'esigenza di "coprire" la posizione che un soggetto economico aveva assunto. Per copertura "oggi" si intende rispetto alle eventuali oscillazioni dei prezzi, dei tassi cambio o dei tassi d'interesse, sostanzialmente il tutto si basa su meccanismi di previsione, ponderati su analisi concrete di mercato. Proprio per le sue caratteristiche si è assistiti ad una diffusione sempre più massiccia, tant'è che il mercato ha assunto livelli di volumi enormi, fino a toccare le dimensioni di svariati trilioni di dollari;
2. arbitraggio, sfruttare un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante (destinati a coincidere all'atto della scadenza del contratto), vendendo lo strumento sopravvalutato e acquistando quello sottovalutato, ottenendo così un profitto privo di rischio. Solitamente tale strategia richiede un grande ammontare di capitale o un elevato livello di leva finanziaria per generare un guadagno dai modesti "spread" di prezzo che lo stesso prodotto figura nei diversi mercati;
3. speculazione, strategie finalizzate a realizzare un profitto basato sull'evoluzione attesa del prezzo dell'attività sottostante. In altre parole si cerca di comprendere la futura evoluzione o andamento del valore di

un'attività sottostante, e si assumono posizioni sperando che la previsione effettuata si realizzi, ottenendo un eventuale guadagno anche grazie allo sfruttamento dell'effetto leva, il quale permette di operare con un capitale ridotto rispetto ad un mercato standard.

Quest'ultima finalità rappresenta uno dei temi più caldi quando si tratta l'argomento dei derivati, questo perché spesso in passato è stata abusata e associata ad un utilizzo improprio da parte dei vari soggetti economici. L'aspetto ancora più problematico si evidenzia quando questi soggetti speculatori sono enti pubblici o banche che, di fatto, gestiscono soldi di cittadini o risparmiatori, contribuendo a fornire una connotazione negativa nell'immaginario collettivo riguardo l'utilizzo di questi strumenti a causa dei molteplici scandali avvenuti soprattutto nel nuovo millennio. Con l'aumento del volume del mercato infatti, i derivati si sono trasformati sempre più in strumenti autonomi e complessi, utilizzati per speculare e scommettere sugli scenari futuri, senza alcuna regolamentazione dal momento che la maggior parte dei derivati in questione sono scambiati nei mercati OTC con la conseguenza che, a causa della poca trasparenza, è difficile risalire al numero di emissione. Conseguentemente non si riescono a comprendere con precisione i volumi effettivi di quelli in circolazione né tantomeno dove siano finiti dato che spesso vengono inseriti in prodotti finanziari di vario genere creando specie di "pacchetti" o agglomerati di strumenti diversi tra loro, all'insaputa di chi poi alla fine li sottoscrive. A grandi linee si tratta del fenomeno avvenuto con i mutui subprime⁹, ritenuti il fattore principale della crisi finanziaria del 2008.

⁹ Mutui subprime: prestiti erogati a una fascia di clientela ad alto rischio di insolvenza presenti perlopiù nell'offerta di istituti bancari statunitensi, concessi con tassi di interesse molto elevati. I debitori subprime hanno tipicamente un basso punteggio di credito e storie creditizie fatte di inadempienze, pignoramenti.

Un altro delicato esempio in grado di far comprendere l'entità della problematica relativa alla speculazione di questi strumenti è rappresentato dal fallimento della Barings Bank, oggetto di analisi del capitolo 2.

Capitolo 2

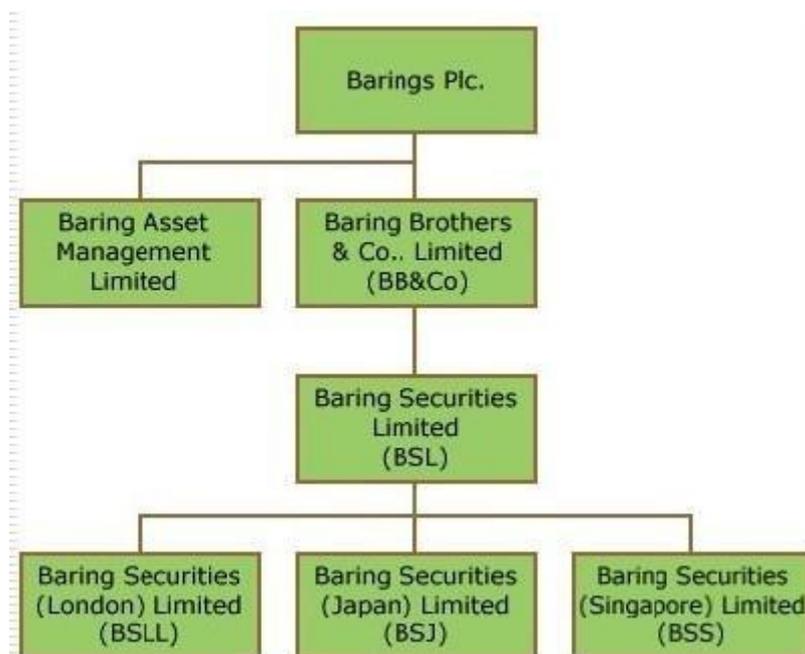
Il caso Barings Bank

2.1 La storia della Barings Bank

La Barings Bank era la più antica merchant bank di Londra. La data di fondazione risale al 25 dicembre 1762 giorno in cui Francis Baring, un giovane ragazzo appassionato di finanza e proveniente da una famiglia di mercanti tedeschi, decise di unire le conoscenze assieme ai suoi fratelli formando la Baring Brother & Co. Inizialmente la banca riscontrò qualche difficoltà ma, grazie anche all'aiuto di un vecchio amico di famiglia, la città di Londra riconobbe ben presto le qualità dei fratelli Baring. Con il passare degli anni l'istituto acquisì una grande fama a livello internazionale grazie soprattutto alle azioni intraprese durante la seconda guerra mondiale, periodo in cui aiutò l'impero britannico contribuendo al finanziamento dello sforzo bellico. Nel dopoguerra la sua importanza politica diminuì, riuscendo tuttavia a mantenere il prestigio acquisito ed un ruolo centrale all'interno dei mercati. L'anno che segna l'inizio del declino dell'istituto è il 1989 che coincide con l'assunzione di un giovane e promettente trader, Nicholas Williams Leeson meglio noto come Nick Leeson. I dirigenti della Barings fiutarono le reali potenzialità del giovane inglese ma commisero l'inusuale errore di affidargli la duplice carica di *Trader Manager* e responsabile della contabilità del *back office*. Fin dall'inizio Leeson ottenne i primi risultati positivi come trader dimostrando ai colleghi ed ai superiori le sue potenzialità e le sue attività caratterizzate da operazioni molto aggressive. Presto fu nominato Manager per le operazioni aventi ad oggetto Future sul mercato finanziario di Singapore, mercato in cui la Barings Bank operava tramite una filiale situata proprio nella Repubblica asiatica di

Singapore chiamata Baring Future (BFS), città nella quale Leeson fu trasferito nel 1992. Di seguito viene illustrata l'articolazione strutturale della Barings Bank:

Figura 2.1: struttura della Barings Bank



Fonte: Barings Bank and Nick Leeson presentation 10312020

Lo stesso anno Leeson cominciò a compiere le prime azioni non autorizzate riscontrando nuovamente buoni risultati ma solo in un primo momento. Nei mesi successivi infatti Nick accumulò le prime perdite ma, grazie al duplice ruolo di trader e supervisore, decise di non comunicare nulla ai suoi superiori o meglio scelse di comunicare dei rapporti falsificati, cercando di rimediare alle perdite con la creazione di un conto anonimo chiamato “*Account Error 88888*” nel quale continuò ad investire altro denaro. In soli due anni però le perdite superarono quota £200 mln. Dal 1993 in poi Nick Leeson continuò ad attuare altri tentativi disperati speculando nei mercati derivati contribuendo di fatto a peggiorare ulteriormente la

situazione, complice il terremoto avvenuto il 17 gennaio a Kobe (Giappone) che fece crollare il mercato asiatico e con esso gli investimenti e le posizioni aperte dal trader inglese. In poco tempo Leeson riuscì ad accumulare perdite enormi, circa 827£. Il 26 febbraio 1995 la Barings Bank fu dichiarata insolvente volatilizzando i risparmi dei suoi azionisti e obbligazionisti. In tutto ciò Nick cercò di fuggire raggiungendo dapprima il sud est Asiatico, ed infine la Germania, dove fu catturato, riportato in Inghilterra e arrestato il 2 marzo 1995, per poi essere processato e condannato a sei anni e mezzo di prigione con le accuse di frode e manomissione di documenti.

2.2 Le principali cause che portarono al fallimento

Il fallimento della Barings Bank è sostanzialmente il risultato della combinazione di due errori:

- le azioni ad alto rischio intraprese da Leeson nei mercati derivati;
- l'affidamento della duplice carica di trader e supervisore alla medesima persona da parte dei dirigenti della Barings Bank.

Al fine di comprendere meglio i motivi che portarono al collasso della banca, è opportuno analizzare quelle che sono state le azioni pratiche effettuate da Leeson, in particolare quelle successive alla promozione ed al conseguente trasferimento a Singapore accennato nel paragrafo precedente. Forte della doppia carica ricevuta Leeson poté operare con totale libertà nel mercato asiatico, utilizzando soprattutto Opzioni e Future che gli consentirono di sfruttare i vantaggi caratteristici di questi strumenti, uno su tutti la leva finanziaria. Stiamo parlando del periodo in cui Nick fu nominato contemporaneamente controllore del *back office*, responsabile quindi delle azioni amministrative e burocratiche e Manager Trader, cariche affidategli direttamente dai vertici dell'istituto nel 1992 in riferimento alla filiale asiatica

(BFS) che presto gli conferì anche la nomina di direttore generale visto anche l'ottimo inizio di carriera avuta nella sede londinese. Nonostante la giovane età Leeson godeva di una grande fiducia grazie alla precedente esperienza biennale nella Morgan Stanley¹⁰. Una volta superato il test "Institute of Banking and Finance Futures Trading Test", necessario per operare nella Borsa Monetaria Internazionale di Singapore (SIMEX), Leeson iniziò a compiere le prime operazioni non autorizzate investendo principalmente in titoli di stato Giapponese e futures o options sull'indice *Nikkei 225*. Quest'ultimo è l'indice azionario di riferimento della Borsa di Tokyo, la Tokyo Stock Exchange (TSE). Inizialmente le posizioni assunte registrarono delle perdite da lui considerate come "trascurabili". Stiamo parlando del 1992 quando chiuse delle posizioni in negativo per circa 2 mln di sterline. A questo punto Leeson decise di nascondere le perdite registrandole sul conto accennato in precedenza chiamato "Account Error 88888" con l'intento di temporeggiare al fine di risolvere da solo il problema, continuando a speculare sul mercato giapponese. Tutto ciò era possibile grazie alla duplice carica del trader che sostanzialmente lo rendeva il controllore di se stesso. I vertici della Banca non agirono in merito alla posizione di Leeson continuando a fidarsi di lui nonostante, nell'estate del 1994, un team di audit interno della BS identificò un rischio proprio nella mancanza di separazione di ruoli tra il front office e il back office nella filiale asiatica. Il mercato continuò ad andare contro le sue previsioni. Alla fine del 1994 Nick arrivò ad accumulare perdite enormi (circa 208 mln di sterline) che continuò ad inserire nel conto "88888" figurando che fosse un cliente l'artefice di quest'ultime. A causa dei grossi volumi emersi in tale conto, una società di consulenza, la Coopers & Lybrand (C&L) notò la presenza di alcune discrepanze informative all'interno del bilancio della BFS in riferimento all'anno 1994,

¹⁰ Morgan Stanley: è una banca d'affari, con sede a New York fondata il 5 settembre 1935 da Henry Sturgis Morgan e Harold Stanley.

all'interno del quale emersero crediti non dichiarati come quello da ¥7.778 miliardi (circa £50 milioni) apparentemente concessi da una società di investimento di New York, la Spear Leeds & Kellogg (SLK). Nello stesso periodo il management di Londra divenne consapevole di alcune preoccupazioni espresse dal mercato e di voci riguardanti la possibilità che un cliente della Barings non potesse far fronte ad una margin call¹¹. Nonostante l'esistenza dei suddetti indicatori di pericolo, alcuni dei quali riportati dall'inchiesta eseguita in seguito al fallimento intitolata "Report of the Board of Banking Supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings (1995)", nessuno aveva compreso con sufficiente anticipo la gravità della situazione.

2.2.1 L'indice Nikkei 225

Tornando alla ricostruzione cronologica della vicenda, ad inizio gennaio del 1995 Leeson continuò ad operare all'insaputa dei suoi superiori per cercare di risollevare la banca da una situazione che sembrava ormai sfuggita di mano di cui solo lui era a conoscenza. La perdita di oltre 208 mln di sterline infatti sembrava essere un punto di non ritorno anche per Leeson il quale però, convinto di un futuro rialzo dell'economia Giapponese, continuò ad investire sull'indice Nikkei 225 nonostante l'evidente trend ribassista. Quello che accadde da quel momento in poi rappresenta l'esempio perfetto per cui l'utilizzo inappropriato di alcuni strumenti derivati può causare danni enormi ed irreparabili. Sostanzialmente Leeson continuò a speculare sull'andamento dell'indice. Aumentò l'esposizione sul mercato acquistando contemporaneamente opzioni e futures sul Nikkei (posizioni long) al fine di sfruttare al massimo l'effetto leva. La data di apertura delle posizioni long

¹¹ "Margin Call": (richiesta di integrazione del margine) si intende il deposito di liquidità supplementare, finalizzato a ripristinare il livello iniziale del margine, richiesto quando un operatore registra perdite sulla posizione in futures e il livello della liquidità depositata presso il conto di margine scende al di sotto del margine di mantenimento.

sull'indice Nikkei 225 emerse dalle indagini risale al 16 gennaio 1995, esattamente il giorno precedente al devastante terremoto di magnitudo 6.8 che colpì il Giappone con epicentro a pochi km di distanza dalla metropoli di Kobe. Quest'ultimo provocò la morte di 6.434 persone e danni stimati per circa 10.000 miliardi di yen (102,5 miliardi di dollari). Il mercato Giapponese crollò in caduta libera, il Nikkei perse circa 1000 pt. nell'arco di qualche ora. Per sostenere i prezzi Leeson pensò bene di aiutare il mercato a capire che stava sbagliando compensando il trend ribassista con ulteriori entrate long immettendo enormi somme di capitale sperando nuovamente in una futura ripresa dell'indice, una mossa paragonabile a quella di un giocatore di poker, il quale avendo perso quasi tutto decide di andare "all in". Inizialmente le quotazioni ebbero un leggero rialzo ma, non appena si sparse la voce che la momentanea stabilità dell'indice era sostanzialmente in mano ad un unico grosso operatore carico di posizioni long che dovevano essere chiuse di lì a poco, si scatenarono i venditori. Il conto di Leeson registrò ulteriori perdite fino ad un totale di 830 mln di sterline (1,4 miliardi di dollari), circa il doppio del capitale sociale della banca che sostanzialmente portarono al definitivo collasso della stessa, volatizzando i risparmi di molti azionisti ed obbligazionisti nonché la storia lunga oltre 230 anni della Barings Bank.

Grafico 2.1: lo sfortunato ingresso sull'indice Nikkei 225, grafico daily (16/01/1995)



Fonte: Visual trader

All'inizio del mese successivo (febbraio 1995) fu inviato a Singapore un gruppo di revisori, *il Group Treasurer e il Futures and Options Settlements Senior Clerk di Barings*, con lo scopo di risolvere una serie di questioni comprese quelle del presunto pagamento da parte di SLK emerse dall'inchiesta citata in precedenza, la "Report of the Board of Banking Supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings" (vedi paragrafo 2.2). La sede londinese fu informata sulla situazione e si iniziarono a controllare i conti per transazioni non autorizzate che fecero emergere numerosi documenti fraudolenti. Conscio dell'enorme danno commesso Leeson lasciò un messaggio di scuse sulla scrivania del suo ufficio e fuggì con sua moglie in Malesia poi nel Brunei ed infine in Germania dove fu catturato ed estradato in Inghilterra. Fu condannato a 6 anni e mezzo di reclusione per frode e manomissione di documenti.

2.3 Le conseguenze del fallimento

La Barings, una volta dichiarata insolvente, fu acquistata alla simbolica cifra di 1£ dalla banca olandese ING (Internazionale Nederlanden Group). Sostanzialmente l'istituto olandese acquistò i diritti sul nome della Barings sottoscrivendo le passività e trasferì le attività condotte in precedenza dalla Baring brothers and co ltd e dalla Baring securities limited a due nuove società, rispettivamente la Barings bank limited e la Barings securities international limited, entrambe di proprietà del gruppo olandese. Tra le società acquisite rientrano anche quelle direttamente colpite dalle perdite sui prodotti derivati nei mercati asiatici (la Barings securities Giappone e la Barings futures Singapore limited) che, a differenza delle altre, richiesero maggior tempo per tornare ad essere operative.

Conseguentemente al drammatico fallimento, il 27 dicembre 1996 Singapore emanò una legge, la Futures Trading Act, con lo scopo di regolare la negoziazione di valute estere con leva e di contratti Futures per prevenire ulteriori problematiche legate all'utilizzo improprio degli strumenti derivati.

CONCLUSIONI

Al termine della presente trattazione è opportuno formulare alcune considerazioni in merito alle varie tematiche affrontate nell'analisi dell'attività nel mercato dei derivati.

L'utilizzo di tali strumenti con finalità speculative non rappresenta un'attività illecita. Il problema sorge nel momento in cui la speculazione, che di per se è una previsione basata e ponderata su analisi di mercato, diventa una scommessa. Ciò che rappresenta un pericolo è sostanzialmente il comportamento incosciente di alcuni operatori i quali abusano delle potenzialità che questi strumenti offrono solo per perseguire facili guadagni o ottenere una sorta di prestigio professionale, soprattutto nel caso in cui si ritrovano a gestire soldi pubblici. Ne è un esempio il fallimento della Barings Bank illustrato nel secondo capitolo, in cui il giovane trader dopo alcune buone operazioni si è ritrovato un enorme quantitativo di perdite, finendo sostanzialmente a giocare d'azzardo con ciò che rimaneva dei risparmi o degli investimenti di milioni di persone. In tal senso gran parte dell'opinione pubblica è rimasta con l'idea che l'esistenza di tali strumenti è inutile e insensata. In realtà i derivati sono strumenti nati per ovviare a delle problematiche reali, ed avendo caratteristiche uniche si presentano come strumenti molto flessibili che si prestano ad essere utilizzati con differenti scopi, sostanzialmente leciti. Il focus dovrebbe essere incentrato piuttosto sul motivo per cui spesso le autorità di vigilanza non intervengono in maniera repentina o comunque non danno troppo peso ai vari campanelli d'allarme che hanno a disposizione. Ovviamente nel caso specifico preso in analisi ciò è evidente ed amplificato dalla presenza di problematiche di fondo che rappresentano dei fatti illeciti già dal principio, come ad esempio la duplice funzione di operatore economico e supervisore affidate ad un'unica persona, tuttavia la questione relativa alla scarsa trasparenza e

regolamentazione dei derivati rappresenta un punto in comune con altri scandali avvenuti anche negli anni successivi.

Per quanto riguarda la concezione di strumento derivato in generale, sarebbe forse necessario che il legislatore ponesse maggior importanza alle dimensioni ed ai volumi che tale mercato sta raggiungendo, trovando delle soluzioni che possano portare ad una razionalizzazione di mercato in maniera da evitare una differenza così netta fra finanza ed economia reale. Stando ad una indagine della “*European Securities and Markets Authority*” (ESMA) pubblicata nel 2018 infatti, il valore nozionale dei derivati in circolazione a livello mondiale potrebbe aggirarsi sui 2,2 milioni di miliardi di euro, circa 4 volte superiore al valore dichiarato dall’unica società che fornisce i dati sistematicamente in merito a questo tema, ovvero la Bank for International Settlements (BIS). Per avere un termine di paragone il PIL mondiale è pari a circa 75 mila miliardi di euro, circa 30 volte inferiore. Converrebbe quindi porre maggiore attenzione sul rischio relativo ai prodotti per loro natura interconnessi a tali strumenti per evitare una situazione di recessione a livello globale già avvenuta in passato con la crisi finanziaria dei mutui subprime del 2008.

BIBLIOGRAFIA

Come far fallire una Banca: la storia della Barings Bank (2018), Francesco Rossi

Economia degli intermediari finanziari (2017), Nadotti L., Porzio C., Previati D., McGraw-Hill.

Mercati regolamentati e mercati over the counter (2022). Riccardo Catrichini

Nick Leeson il trader che ha affondato la banca Barings (2021), Francesca Rizzi

Report of the Board of Banking Supervision inquiry into the circumstances of the collapse of Barings. (1995), London HMSO.

Rogue trader (2015), Sphere.

Rogue Trader: How I Brought down Barings Bank and Shook the Financial World (1996), Edward Whitley

SITOGRAFIA

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.IISole24h

www.repubblica.it

sso.agc.gov.sg/ (Singapore Statutes Online)

www.startingfinance.com

www.treccani.it

Un ringraziamento speciale ai miei genitori e alla mia famiglia. In questi anni mi avete dato l'insegnamento più prezioso: il coraggio e la forza per affrontare ogni sfida. Grazie per tutti i sacrifici fatti, per essermi stati affianco sempre anche nei momenti più difficili.

A voi, "compagni di mille avventure", dedico questo traguardo