

DERIVATI ESOTICI E MARGINE DI INTERMEDIAZIONE: RIFLESSI DI CONVENIENZA E CONGRUITÀ

DI ROBERTO MARCELLI

PARTE PRIMA

1. I DERIVATI ESOTICI.

Con la *disclosure* prevista nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo '09, il margine di intermediazione relativo ad operazioni su derivati risulta ora evidenziato e dettagliato. Risulta altresì esteso ai derivati OTC il più stringente regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti¹.

Mentre per gli Enti locali la normativa ha circostanziato natura e finalità dei prodotti derivati impiegati, per gli operatori economici in generale gli intermediari hanno potuto dispiegare la più ampia libertà nell'offerta di strutture derivate, tra le più variegata ed esotiche.

I derivati esotici, diversamente da quelli *plain vanilla*, presentano strutture complesse, frequentemente predisposte da appositi uffici centrali all'uopo specializzati. Lo specifico prodotto derivato, a meno di particolari professionalità tecniche, non viene direttamente individuato e richiesto dall'operatore economico, ma viene creato e proposto dall'intermediario nell'ambito di una consulenza incidentale nella quale il cliente rappresenta le proprie esigenze e sottoscrive le elaborate costruzioni finanziarie, rimettendosi alla professionalità dell'intermediario stesso.

Non vi è un ordine circostanziato del cliente al quale spetta dare seguito con una corretta ed economica esecuzione; vi è un'esigenza finanziaria alla quale l'intermediario risponde con un servizio di consulenza nel quale non può esimersi dall'offrire, fra le variegata soluzioni praticabili, quella più rispondente, sia sul piano della tipologia che dell'economicità.

Il derivato esotico assume un autonomo rilievo normativo: l'art. 1 del T.U.F. lo distingue dai derivati elementari ponendolo in una categoria residuale,

¹ "Appare altresì opportuno precisare, con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, impre-scindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti." (Comunicazione Consob n. 9019104/09).

riconoscendogli una propria configurazione strutturale che trascende le singole componenti elementari che lo compongono.

Nei derivati esotici, tanto più singolari sono le caratteristiche e gli scostamenti dagli standard di mercato, tanto più opachi ed inaccessibili rimangono i risvolti di copertura e di rischio sottesi al derivato. L'opacità si estende al prezzo, risultando questo determinato spesso, anziché dal mercato, da complessi modelli di calcolo².

La scarsa trasparenza nella determinazione del prezzo risulta segnata dall'assenza di un mercato liquido nel quale si realizzino, fra gli operatori specializzati, fluidi meccanismi di *price discovery* sui parametri e sulle componenti del derivato stesso. La rarefazione degli scambi rende poco consistenti gli stessi modelli di valutazione, inducendo prezzi *bid-ask*, avanzati su richiesta nell'OTC, posti prudenzialmente su livelli più divaricati per coprire compiutamente i rischi stessi del modello.

Alla rete commerciale che interagisce con il cliente rimangono per lo più precluse le informazioni relative ai parametri di riferimento, il valore implicito della componente derivativa e le probabilità dei diversi esiti possibili, non possedendo, di regola, le conoscenze tecniche per apprezzarne i risvolti di valore e di rischio. D'altra parte la valutazione dei derivati è pervasa da un esasperato tecnicismo, schemi teorici, tecniche computazionali e di mercato che travalicano l'ordinaria cultura finanziaria: solo con conoscenze professionali, altamente specialistiche, possono essere approcciati questi prodotti.

Vengono generati strumenti derivati la cui architettura finanziaria risulta impenetrabile ai più avveduti cultori di finanza, posti nelle medesime condizioni di 'ignoranza' di un medico ordinario di fronte a malattie esotiche.

Per il prezzamento delle opzioni esotiche, che spesso costituiscono la componente complessa del derivato, il modello sistematico e rigoroso individuato da Black, Merton e Scholes, che è loro valso il Premio Nobel, non è sempre applicabile *tout court*, se non ricorre un aderente rispetto delle *boundary conditions*³.

² I derivati *plain vanilla* presentano caratteristiche semplici e, sebbene non trattati nei mercati regolamentati, sono scambiati attivamente su un mercato interbancario che viene in tal modo a fissare dei prezzi significativi. Per i derivati più complessi non vi è una quotazione continuativa sull'OTC, bensì la quotazione viene spesso fornita 'su domanda' dell'operatore che ha esigenza di uno specifico prodotto finanziario.

³ "La valutazione delle opzioni esotiche pone però un'inevitabile questione di metodo circa l'opportunità di estendere ad esse, così significativamente diverse dalle *plain vanilla*, tale modello (Black &

Muovendosi in ambiti derivati particolarmente esotici, anche se è talora possibile conservare l'impianto teorico di Black, Merton e Scholes, si rende sovente necessario procedere ad aggiustamenti, 'calibrature' ed implementazioni del modello, pervenendo a valutazioni non scevre da aspetti soggettivi e frutto spesso di approssimazioni⁴. Ai dibattiti accademici sulle metodologie che meglio calzano alle specifiche tipologie, si accompagnano sul mercato approcci diversi di valutazione; l'utilizzo di modelli proprietari, gelosamente secretati e tutelati, sin'anche di fronte all'autorità giudiziaria, è la risultante dei margini di soggettività impliciti nelle risposte che la scienza accademica viene offrendo, rincorrendo le variegate tipologie di derivati 'alieni' che la fantasia degli ingegneri finanziari partorisce, alimentando un vaso di Pandora che non incontra alcun limite in una norma che – a parte labili riferimenti – non definisce, né circoscrive tali prodotti finanziari⁵.

Il derivato rimane un negozio atipico, privo di una specifica disciplina. Nella categoria dei derivati si è venuta ricomprendendo un'ampia schiera di prodotti finanziari dalle multiformi strutture e funzionalità. Assai labili sono gli elementi che li accumulano: sul piano economico, li unisce il riferimento ad un'attività sottostante, sul piano giuridico li unisce esclusivamente l'elencazione che degli stessi viene riportata all'art. 1 del T.U.F.⁶.

Scholes). In ordine alla particolarità di tali derivati non ordinari non esistono modelli di prezzamento che possono essere qualificati come robusti a priori, indipendentemente cioè dalle condizioni di contorno (boundary conditions) del prodotto finanziario. Si richiede piuttosto l'implementazione di modelli che si adattino alle caratteristiche su cui il prodotto è consegnato.

La chiave di lettura per la valutazione delle opzioni esotiche risiede dunque nella singolarità delle specie di esse, in una unicità di strutture in cui si configurano, che si riflette sul diverso grado di leva finanziaria o curvilinearità dei pay offs. La varietà della tipologia di questi derivati, fenomenale proprio perché sviluppatasi su di un arco di tempo relativamente breve, indica la misura della difficoltà nell'assegnare un valore alle esotiche che sia corretto, nel senso che si avvicini il più possibile a quello reale, nel nome di un criterio di sub-ottimalità (data la complessità dei pay offs delle esotiche, spesso la valutazione è frutto di un'approssimazione). “ (V. D'Amato, Pricing di opzioni esotiche: rassegna teorica e strumenti informatici per il prezzamento, Università degli studi di Salerno, Working Paper 3, 2007).

⁴ Frequentemente i derivati esotici si collocano in una zona di confine, per la quale gli accademici non hanno ancora individuato formule chiuse di determinazione del valore, per una gamma sufficientemente ampia di *boundary conditions*. Per questi prodotti è ineluttabile l'impiego nei modelli di stima di ipotesi soggettive che si riflettono nella determinazione del valore.

⁵ La terminologia di contratti derivati 'alieni' è stata proposta da G. De Nova per quei contratti elaborati sulla base del diritto americano e del diritto inglese, per i quali si pone un problema di compatibilità con le norme imperative italiane, considerando che il fenomeno di tali contratti si estende oltre l'atipicità contrattuale 'perché tra di essi troviamo contratti che possono essere ricondotti a tipi per i quali il diritto italiano detta una disciplina particolare'.

⁶ G. De Nova definisce il contratto derivato quell'elenco riportato nell'art. 1 del T.U.F. e rileva come non si abbia un tipo di contratto ma, piuttosto, una categoria di contratti.

Nei derivati esotici l'asimmetria informativa risulta amplificata e i clienti *retail* si configurano come passivi *price-taker*: anche l'eventuale successiva liquidabilità dell'operazione, rimessa alla contropartita dell'intermediario, risulta pervasa da una estrema opacità.

Gli operatori *retail*, oltre ad essere passivi sul prezzo, subiscono altrettanto passivamente le articolate costruzioni standardizzate predisposte dalle officine di ingegneria finanziaria dell'intermediario. Assai stridente appare la natura complessa e standardizzata dei derivati proposti con le offerte '*tailor made*' avanzate alla clientela. In nessun'altra circostanza si riscontra una così sospinta asimmetria informativa, che viene ad estendere la figura del contraente debole sino a ricomprendere un'ampia schiera di piccoli e medi imprenditori: nella circostanza la trasparenza, più e oltre l'informazione, esige la comprensione, unico viatico alla consapevolezza, in una necessaria emancipazione dal consenso informato al consenso consapevole⁷. In particolare i costi impliciti dell'operazione, particolarmente accentuati nei derivati esotici, ancorché legittimamente applicati, se non vengono adeguatamente comunicati e compresi nei loro risvolti sull'esito dell'operazione, inducono una significativa deviazione del processo decisionale del cliente, che non può che condurre all'invalidità del contratto⁸.

Negli ordinari prodotti finanziari ricorre un iniziale esborso che fornisce all'investitore un'immediata e pregnante consapevolezza del rischio assunto: quando quest'ultimo travalica il capitale impiegato, si ricorre al concetto di leva finanziaria per meglio dimensionare il rischio assunto. Nei prodotti derivati, in particolare negli Swap, non vi è alcun esborso di capitale, né a rigori si può parlare di investimento: si assume e si cede rischio senza alcun esborso, a parte le eventuali garanzie, e questo può indurre una minore attenzione e consapevolezza, rimanendo il rischio celato nelle formule e i riflessi economici procrastinati nel tempo.

⁷ Senza la consapevolezza del cliente, la trasparenza rimane formale e la responsabilità tende a rimanere ascritta all'intermediario. Un enorme pregiudizio si è venuto alimentando nell'ultimo decennio a seguito dei comportamenti opportunistici adottati da primari intermediari nei confronti della clientela: dalla legge bancaria del '36 ad oggi le pagine più oscure appartengono all'ultimo decennio.

⁸ Non trascurabili possono risultare i risvolti di natura penale, risultando la truffa (art. 640 c.p.) riconducibile non solo a condotte attive ma anche a condotte solamente omissive: "*integra il reato di truffa contrattuale la condotta del funzionario di banca, il quale, minimizzando i rischi e non rivelando con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente, nella specie vendita di prodotti finanziari atipici c.d. swaps, consapevolmente tragga vantaggio per conto dell'istituto di credito ai fini della vendita medesima dall'inesperienza e dall'ignoranza in materia del compratore*". (Cassazione penale, sez. III, sentenza 13.11.2009 n. 43347).

Dall'esame dei derivati esotici, collocati in maniera diffusa ed indifferenziata da taluni primari intermediari presso imprese di varia estrazione, dimensione e connotazione economico-finanziaria, si trae l'impressione che i preordinati e complessi costrutti, di fatto, più che incontrare le esigenze degli operatori economici, abbiano teso funzionalmente a favorire esigenze di *pricing* e/o di gestione del portafoglio dell'intermediario⁹. E' risultata spesso scarsa la connessione delle elementari, immediate ed evidenti esigenze dell'ampia schiera di piccole e medie imprese che sono state interessate al fenomeno, con le sofisticate architetture dei derivati proposti dagli intermediari¹⁰.

Si è assistito frequentemente al collocamento di derivati che, a fronte di guadagni provvisori conseguiti a mezzo di tassi di favore, prevedono per contro la cessione di opzioni esotiche dal rischio a termine di difficile percezione e misurazione.

⁹ “La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati c.d. uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina ab origine; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello che possono essere strutturati in funzione delle specifiche esigenze delle controparti, quanto alla scadenza, alla tipologia del sottostante, alla liquidazione di profitti e perdite etc; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire e proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato (o rinegoziato) in termini geneticamente (o successivamente) alterati in sfavore del cliente.

Il conflitto di interesse tra banca e cliente in tema di derivati di secondo livello over the counter sussiste per tutti questi motivi, e sussiste anche quando la stessa banca si trova ad avere in vigore operazioni uguali e contrarie con altri soggetti. Tale eventuale funzionalità si esaurisce a puro livello finanziario, senza assumere alcuna rilevanza a livello civilistico. Anzi, deve notarsi che tale circostanza, peraltro, almeno in linea astratta, fa emergere ulteriori aspetti di conflitto di interesse, potendo, gli istituti di credito usi ad operare in derivati trovarsi nella situazione di dover industriarsi a ‘piazze’ prodotti sul mercato solo per esigenze di riposizionamento e, quindi, di propria copertura (su altri derivati), in ipotesi non sempre coincidenti con le necessità di copertura dei clienti.” (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).

¹⁰ “I prodotti, nella fase di ingegnerizzazione, sono risultati quindi confezionati con caratteristiche tali che, prescindendo da specifiche richieste della clientela, erano spesso, di converso, serventi ad esigenze di gestione della tesoreria di UBM. A titolo esemplificativo, questo è emerso dalla lettura della stessa documentazione commerciale realizzata da UBM per il prodotto SUNRISE, in cui viene fatto esplicitamente presente che “l'attuale portafoglio operazioni [di UBM] continua a presentare una forte incidenza di benchmark “Tasso Fisso” che rappresenta ad oggi più del 75% del totale. In questo ambito il Sunrise Swap nella sua componente di “spread product” contribuirebbe a sterilizzare il valore del portafoglio a fronte di una riduzione o stabilità dei tassi d'interesse; [infatti] il market-market si muove, tendenzialmente, in controtendenza con il mark-to-market di operazioni a benchmark IRS, esercitando un effetto “stabilizzante” sul portafoglio complessivo delle operazioni”. (B. Inzitati, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni, Commento a App. Milano 13 novembre 2008, in il caso.it).

Quando con i derivati esotici si arriva a cogliere le esigenze dell'operatore economico, spesso la complessità del derivato impiegato presenta una lievitazione dei costi del servizio che solleva ampie perplessità sul piano della convenienza economica e della rispondenza del prodotto finanziario all'esigenza prospettata dall'operatore.

2. LA CONVENIENZA DEL DERIVATO: PRINCIPIO DI ADEGUATEZZA ECONOMICA.

Il derivato comporta dei costi di transazione, organizzazione e gestione, nonché oneri di copertura del rischio di credito e di remunerazione del capitale di vigilanza che potrebbero venir configurati a parte in una *fee* da corrispondere all'atto del contratto, ma che invece, nella prassi adottata dagli intermediari, viene 'caricata' nei termini contrattuali. Di riflesso il flusso aleatorio corrisposto dal cliente viene ad eccedere il flusso previsto a carico dell'intermediario e il prezzo praticato al cliente viene a discostarsi dal *fair value*¹¹ espresso dal mercato e/o dal modello.

Il prezzo viene posto di regola pari a zero e il margine di intermediazione rimane implicito nel *mispricing* corrispondente all'*up-front* che dovrebbe essere riconosciuto all'operatore economico per rendere *par* il contratto. In tal modo il margine di intermediazione viene implicitamente finanziato dall'intermediario e recuperato gradualmente nell'*holding period* dell'operazione.

L'assenza, in sede di sottoscrizione dell'operazione, di un'esplicita indicazione del margine di intermediazione ha frequentemente ingenerato in passato la convinzione che non vi fosse un costo dell'operazione o che questo assumesse una scarsa rilevanza¹². L'equivoco può essere stato indotto dalla circostanza

¹¹ Frequentemente si impiegano indifferentemente i termini *fair value* e *mark to market* per esprimere il valore corretto del derivato. In ambito contabile si distingue più propriamente il *mark to market*, quale espressione del valore ottenuto dal processo di attualizzazione – ai tassi *free risk* - dei flussi attesi, dal *fair value*, individuato più genericamente come “*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*”. Non è di agevole applicazione tale principio contabile se si considera che con gli *Swap*, si pone in essere un negozio '*ab intuitus personae*', che ne impedisce, di regola, il trasferimento. Al derivata si associa un elemento proprio alla natura della controparte che lo 'sogettivizza'; scema la fungibilità, aspetto imprescindibile del mercato secondario: sull'OTC si creano derivati, al più si chiudono con lo stesso operatore, ma non si trasferiscono. Quando si pone in essere un'operazione derivata di segno opposto con altro operatore, si duplicano elementi soggettivi riferiti al rischio di credito.

¹² “*i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti par, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali*” (Audizione Consob, VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato del 18 marzo '09).

che la cessione diretta dal portafoglio dell'intermediario richiama la figura del rapporto diretto fra venditore e acquirente, portatori di opposte esigenze che si incontrano sul prezzo, senza intervento di mediatore. Al contrario l'intermediario, ancorché venditore, rimane un mandatario, non è in genere portatore di alcuna esigenza specifica al proprio portafoglio: predispone il derivato idoneo alle esigenze del cliente, caricando sul prezzo il margine di intermediazione che assume spesso una rilevanza significativa¹³.

Tanto più il derivato è esotico e i parametri impiegati si sottraggono alla *price discovery* di un mercato liquido - qualificato in termini di ampiezza della compagine dei partecipanti, nonché spessore e elasticità delle transazioni e dei prezzi - tanto più si ampliano i rischi e di riflesso aumenta, in un atteggiamento prudentiale, il *mispricing* praticato dall'intermediario. In tali circostanze, a prescindere dall'impegno prestato e dal rischio assunto dall'intermediario, l'incidenza del *mispricing* sull'esito dell'operazione può assumere una dimensione significativa, sino a rendere anti-economica l'operazione stessa.

La proposta di un derivato esotico, la cui architettura richiede costi elevati che vengono ad incidere apprezzabilmente sull'esito dell'operazione, appare disattendere i generali principi di correttezza e adeguatezza, se lo squilibrio delle prestazioni, conseguente al *mispricing*, non viene opportunamente illustrato al cliente e da questo consapevolmente accettato; sempre che esigenze ed obiettivi del cliente non possano trovare migliore soddisfazione in costrutti finanziari più economici.

Non si pone propriamente un problema di congruità con i costi ed oneri a cui va incontro l'intermediario nel comporre il derivato, che per altro divergono da intermediario ad intermediario, in funzione dell'organizzazione, specializzazione e presenza sul mercato. Determinante risulta invece l'equità e convenienza dell'operazione, che residua dopo aver speso tutti i costi resi necessari per costruirla. L'applicazione del criterio dell'adeguatezza economica dell'operazione impone un corretto rapporto delle esigenze e finalità perseguite

¹³ "si deve considerare che la banca, nel rapporto con il cliente non 'vende', bensì 'agisce nell'interesse', in forza di un contratto di investimento - es. negoziazione, gestione - che è sempre riconducibile al genere dei contratti di cooperazione (e di sostituzione). (...) Non siamo dunque mai in presenza di una causa vendendi, bensì siamo in presenza di una causa mandati, sia quando la banca gestisce il portafoglio del cliente (art. 24 TUF), sia quando la banca agisce nell'ambito di una negoziazione dietro specifico ordine del cliente." (art. 25 TUF). (D. Maffei, "Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento", Riv. Diritto privato, n. 3/05).

dall'operatore con i costi di strutturazione del derivato predisposto dall'intermediario¹⁴.

Si può rilevare che talvolta, con una commissione di intermediazione anche coerente con i costi associati al servizio prestato, si viene a determinare un'incidenza sugli esiti dell'operazione che presenta elementi di pregnante anti-economicità che, se conosciuti dall'operatore, lo indurrebbero a desistere dall'operazione¹⁵.

Un problema particolare si pone per la scelta del criterio da impiegare per misurare lo squilibrio indotto dai costi impliciti sull'esito dell'operazione.

Il *fair value* è un'espressione oltremodo sintetica del valore del prodotto derivato. Il *mispricing*, che discende dalla differenza rispetto al prezzo, è un valore assoluto: non fornisce una completa e trasparente indicazione dell'incidenza sul *pay off* stimato dell'operazione.

¹⁴ “Qualora l'intermediario offra al cliente uno strumento finanziario a struttura complessa al fine di far fronte a specifiche esigenze (nella specie di copertura dal rischio di oscillazione delle valute), assume rilevanza il dovere di professionalità dell'intermediario che deve curare in modo particolare l'interesse del cliente ad ottenere un prodotto effettivamente adatto alle sue esigenze e che non procuri, invece, effetti negativi o dannosi. Questo dovere di correttezza e diligenza cui l'intermediario è tenuto, trova la propria fonte nell'articolo 21, comma 1, lettera A del TUF, che richiama la diligenza e la correttezza, nonché nella lettera E della stessa norma, la quale fa riferimento alle procedure e risorse volte ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e quindi, in definitiva, alla professionalità. Si tratta di doveri di diligenza e professionalità che scaturiscono dall'articolo 21 del TUF e che, come tali, costituiscono norme imperative di settore ma che, a ben vedere, sono espressione del generale principio di buona fede oggettiva proprio del diritto generale dei contratti, principi sui quali non incide minimamente l'esclusione degli adempimenti previsti dagli articoli 27, 28 e 29 del regolamento Consob 11522/98. La correttezza (o buona fede in senso oggettivo) rappresenta in questo caso un metro di comportamento per i soggetti del rapporto (e di valutazione per il giudice), il cui contenuto non è a priori determinato in quanto necessita di un'opera valutativa di concretizzazione in riferimento agli interessi in gioco e alle caratteristiche del caso specifico e che dovrà essere compiuta alla stregua dei valori riconosciuti dall'ordinamento a livello costituzionale, quali solidarietà sociale, libertà di iniziativa economica e tutela del risparmio”. (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).

¹⁵ “A rischio di essere considerato provocatorio (o “politicamente scorretto”), mi chiedo fino a qual punto l'enfasi che da anni si pone sull'esigenza dell'informazione dell'investitore corrisponda ad un'effettiva esigenza di tutela del risparmiatore e di efficienza del mercato, sul presupposto che solo la completezza dell'informazione valga davvero a rendere il mercato efficiente, o se il vessillo dell'informazione non si sia viceversa in qualche misura trasformato in poco più che un idolo del foro... il cliente non professionale non solo ha minori capacità di fruirne, ma spesso neppure davvero lo desidera e si affida alla professionalità dell'intermediario proprio perché, pur non disdegnando l'investimento finanziario, ritiene più conveniente (o magari anche solo più piacevole) utilizzare il proprio tempo altrimenti che nello studio dei mercati finanziari.” (RORDORF, La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi, in La distribuzione dei prodotti finanziari, bancari ed assicurativi, Atti del Convegno di inaugurazione del Master universitario di I livello, Bari, 9 novembre 2007, a cura di ANTONUCCI e PARACAMPO, Cacucci, 2008).

D'altra parte riferire il *mispricing* al nozionale dell'operazione non ha alcun senso: un *mispricing* dell'1% del nozionale, ad esempio, assume un rilievo diverso se l'*holding period* si estende su 5 o 10 anni o se il tasso di riferimento è pari all'Euribor o a 2 volte Euribor. Lo swap rimane immutato se si calcola l'Euribor sul nozionale di € 1 mil.ne o si calcola 2 volte l'Euribor sul nozionale di € 0,5 mil.ni (e parallelamente si modifica il tasso dell'altra gamba dello Swap). Il nozionale di riferimento è un importo meramente nominale, non essendo oggetto di alcuno scambio; esprimere il margine di intermediazione in percentuale del nozionale non aggiunge nulla al suo valore assoluto: dire € 50 o il 5% di € 1.000 è la stessa informazione; né dividendo il margine percentuale per il numero di anni del contratto si rimuove l'incongruenza.

Analogamente, anche esprimendo il *mispricing* come *spread*, tasso annuale calcolato sul nozionale, implicito nel flusso dei regolamenti periodici, così come si usa nelle obbligazioni¹⁶, l'incongruenza permane e l'informazione rimane opaca, risultando sia tale *spread* che il flusso costituito dal differenziale dei tassi riferiti entrambi ad un terzo valore, il nozionale.

Più diretto e significativo risulta il rapporto fra i due ammontari, quello dello *spread* e quello del flusso. La misura della *fee* trattenuta dall'intermediario a ciascuna scadenza¹⁷, rapportata all'ammontare (in valore assoluto) risultante dal differenziale (lordo o netto¹⁸), consente di percepire con immediatezza l'in-

¹⁶ Non è ovviamente possibile, in maniera deterministica, individuare il flusso dei differenziali dei tassi, tuttavia è possibile stimare il valore atteso del flusso ed impiegare una metodologia prossima a quella impiegata per le obbligazioni strutturate. "E possibile stimare il valore atteso della differenza fra il rendimento di un'obbligazione strutturata ed il rendimento che la stessa obbligazione avrebbe in assenza di oneri e costi di strutturazione del prodotto (...) per confrontare direttamente il *mispricing* con lo *spread* fra il rendimento di un'obbligazione ordinaria e il rendimento del BTP, è necessario distribuire il *mispricing* delle obbligazioni strutturate lungo l'intera vita del titolo; ad esempio, un *mispricing* del 2% su un'obbligazione con scadenza a 4 anni equivale, utilizzando un tasso di sconto del 4%, ad un costo annuo di circa 0,55%; tale costo può essere assunto come un'approssimazione, in termini probabilistici di valore medio, della differenza fra il rendimento atteso dell'obbligazione strutturata e quello del BTP, analogamente a quello che esprime, in termini deterministici, lo *spread* fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso e i rendimenti a scadenza dei titoli di Stato". (R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano, Le obbligazioni emesse da banche italiane, Quaderni di finanza, Consob n. 67 luglio 2010).

¹⁷ L'ipotesi di uno *spread* periodico sul nozionale presuppone una distribuzione uniforme dei costi sulle singole scadenze: il valore attuale dell'importo monetario uniforme (*spread* sul nozionale), caricato sulle singole scadenze (aggiunto ai differenziali a debito, o sottratto ai differenziali a credito del cliente), viene a corrispondere al *mispricing* determinato inizialmente. D'altra parte i costi impliciti nell'operazione non vengono pagati dal cliente inizialmente ma vengono 'caricati' sulle condizioni contrattuali e quindi recuperati gradualmente alle distinte scadenze dello Swap.

¹⁸ Appare più immediato ed intuitivo riferire il *mispricing* al flusso comprensivo delle commissioni, ancorché tecnicamente questo dia luogo ad una tendenziale sottovalutazione dell'incidenza.

cidenza dello squilibrio indotto dal *mispricing*. Si viene in tal modo a ‘marcare’ – *ex ante* sui flussi attesi, *ex post* sui flussi effettivi – l’assorbimento rispetto ai flussi che sarebbero conseguiti da un’operazione *par*.

L’incidenza sopra descritta viene a costituire un’utile misura che fornisce una immediata percezione e consapevolezza dello squilibrio indotto dal *mispricing* sui flussi del derivato. L’individuazione di tale *fee*, certa e predeterminata, consente per altro di separare e distinguere la componente prettamente commutativa dalla componente propriamente aleatoria.

Così come si usa fare nei giochi e scommesse, l’incidenza assorbita dal servizio sull’esito del processo aleatorio fornisce una misura, non esaustiva ma apprezzabilmente informativa, dell’equità e convenienza del derivato. Se della quota probabilisticamente spettante nel gioco alla roulette il croupier trattenesse una *fee* pari a 1/10 della puntata equa, anziché 1/37, solo pochi prenderebbero parte al gioco, per poco tempo per altro, risultando rapidamente condotti alla rovina dalla ferrea legge dei grandi numeri. In molti si asterrebbero percependo agevolmente l’iniquità del gioco.

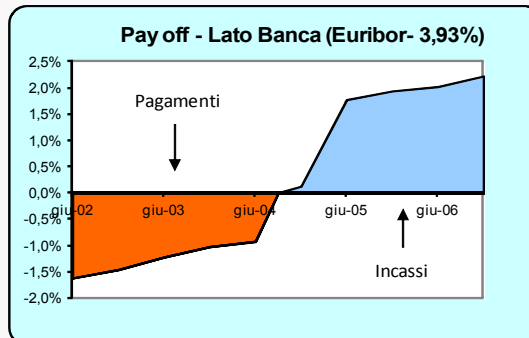
Analogamente, l’indicazione della *fee* trattenuta dall’intermediario a ciascuna scadenza, sull’ammontare risultante dal differenziale – quello atteso *ex ante*, quello effettivo *ex post* – consente di percepire con immediatezza l’incidenza dello squilibrio indotto dal *mispricing*.

ESEMPIO

Per fare un esempio possiamo considerare uno swap *plain vanilla*, nel quale l’intermediario paga sull’OTC, sulla scadenza quinquennale, il tasso variabile, contro il fisso del 4,11%, e riconosce al proprio cliente il tasso fisso del 3,93% contro il tasso variabile.

L’intermediario consegue dall’operazione uno *spread* di 0,18%, pari, per un nozionale di € 1.000, a € 0,92 semestrali.

| SWAP | | |
|------|----------------------------|------------------|
| Swap | Nozionale € 1.000 | durata 5 anni |
| | | pag. semestrale |
| | Cliente paga | tasso Euribor 6M |
| | Banca paga | 3,93% |
| | Margine di intermediazione | 0,09% semestrale |



In tali circostanze, con una curva dei tassi fisiologicamente crescente, il *pay off* del derivato risulterà per l'intermediario prima negativo e successivamente positivo: inizialmente il saldo comporterà un esborso dell'intermediario che verrà nel proseguo bilanciato dai futuri saldi a credito attesi dall'operazione. Il *mark to market* atteso risulta sempre positivo, esprimendo per l'intermediario un *asset* e non una *liability*, con un'esposizione al rischio di credito, soggetta per giunta ai mutamenti dei tassi. Il margine di intermediazione applicato all'operazione è rivolto a coprire costi, oneri, profitto e, soprattutto il rischio di credito espresso dal derivato.

Dal lato cliente il *pay off* dei flussi attesi, confrontato con il *pay off* di uno Swap *par*, consente di evidenziare il *mispicing* annuo e di valutarne l'incidenza media.

| Pay off (lato Cliente) | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|--------|---------|----------|---------|--------|---------|----------|-----------|---------|--------|------------------------------|
| Semestri | I sem. | II sem. | III sem. | IV sem. | V sem. | VI sem. | VII sem. | VIII sem. | IX sem. | X sem. | |
| Payoff atteso contratto Swap | 7,7 | 6,9 | 5,7 | 4,7 | 4,2 | -1,1 | -9,3 | -10,2 | -10,6 | -11,6 | |
| Payoff atteso contratto Swap par | 8,6 | 7,8 | 6,6 | 5,6 | 5,1 | -0,2 | -8,4 | -9,3 | -9,7 | -10,7 | |
| Mispricing in ragione d'anno | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | -0,92 | Media annua ponderata |
| Incidenza % | 12,0% | 13,4% | 16,3% | 19,8% | 22,1% | 24,0% | 9,8% | 9,0% | 8,7% | 7,9% | |

L'incidenza percentuale, calcolata sul valore assoluto del *pay off* atteso, sarà funzione dell'inclinazione della curva dei tassi attesi, intersecata dalla retta del tasso fisso dello Swap. Per un prefissato *mispricing* (0,92 nell'esempio), tanto maggiore è la dispersione dei tassi *forward* intorno al tasso fisso dello Swap, tanto più elevato risulterà il valore assoluto del flusso netto (a credito e a debito) e tanto minore sarà l'incidenza del *mispricing* stesso; in tale circostanza, all'espressione massima del servizio prestato dal contratto Swap corrisponde, per un pari valore del *mispricing*, un'incidenza minore. Per tassi *forward* attesi prossimi al tasso fisso dello Swap, si svincola il significato stesso dello Swap e un pari ammontare di *mispricing* viene ad avere un'incidenza maggiore: salvo casi molto particolari non ha senso pagare costi impliciti elevati per un differenziale atteso modesto.

L'incidenza – nel suo valore medio, ponderato con i flussi attesi (assoluti) nell'*holding period* – viene in buona misura a commisurarsi inversamente con la dispersione dei tassi attesi, fornendo un corretto indicatore dello sbilanciamento dei flussi indotto dal *mispricing*. Se il valore assoluto si presta a valutare il confronto fra derivati, il valore relativo esprime più specificatamente la misura dell'onere indotto nelle prestazioni, attese ed effettive.

Nell'esempio riportato, a tassi Euribor inizialmente più bassi del tasso fisso pagato dalla banca, seguono successivamente tassi Euribor più alti. Il contratto di Swap *plain vanilla* presenta per il cliente un costo implicito medio atteso del 12,8% dei flussi rivenienti dall'operazione, siano essi positivi o negativi. Questa indicazione aggiunge al valore assoluto un'apprezzabile informazione sull'onere indotto dal *mispricing*.

Tuttavia l'incidenza del *mispricing* viene a dipendere dalla volatilità dei tassi nell'intero periodo del contratto, che generalmente solo in parte viene intercettata nei flussi attesi dalla dispersione dei tassi *forward*; con la misura dell'incidenza media sopra espressa si viene a cogliere la dispersione, nell'arco dell'*holding period*, dei tassi *forward* intorno al tasso fisso, non si coglie la volatilità completa dei tassi alle singole scadenze.

Se la volatilità dell'Euribor sull'*holding period* dell'operazione risulta più elevata, un andamento dell'Euribor più favorevole di quello medio atteso è suscettibile più facilmente di compensare il costo sopportato per l'operazione.

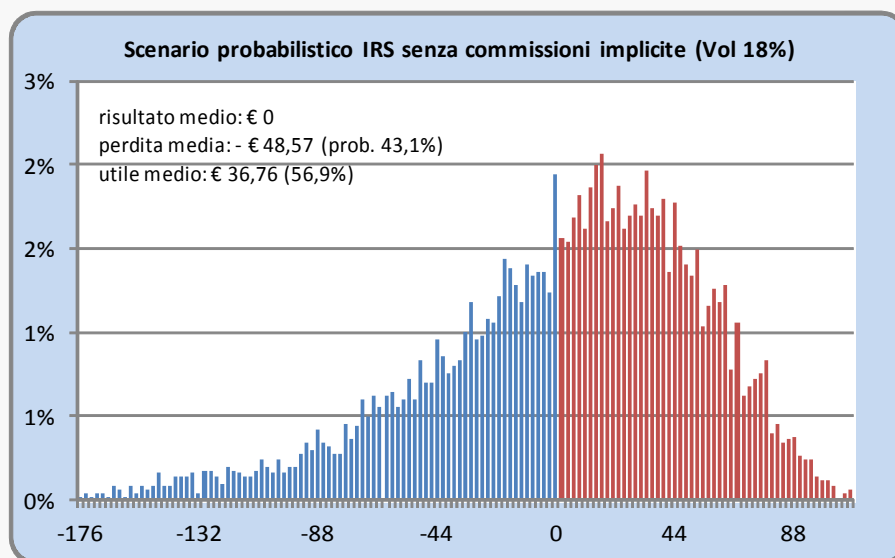
Se, al contrario, la volatilità dell'Euribor risulta più bassa rimarrebbe probabilisticamente inferiore l'eventualità di un tasso Euribor atto a compensare il *mispricing* e realizzare un margine positivo.

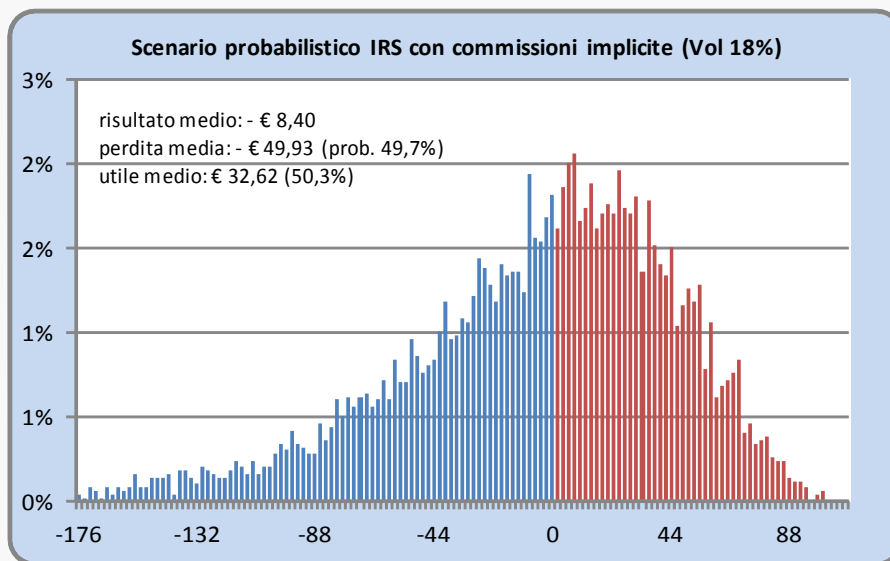
Più complesso e laborioso, ma certamente più esaustivo, risulterebbe l'impiego degli scenari di probabilità.

Gli scenari di probabilità – cioè la distribuzione probabilistica di tutti i possibili esiti dell'operazione – può costituire un debito complemento, soprattutto per quei derivati esotici che presentano rapporti non lineari, con distribuzione del *pay off* caratterizzata da una più accentuata asimmetria¹⁹.

Per l'IRS dell'esempio risulta di immediata evidenza che, se ad esempio la volatilità annua attesa dell'Euribor è del 18%, la presenza di un *mispricing* medio del 12,8% sui flussi attesi induce un moderato spostamento degli equilibri probabilistici, erodendo solo marginalmente le eventualità aleatorie favorevoli al cliente.

¹⁹ Gli scenari probabilistici vengono indicati nella Comunicazione Consob del 24/3/09 fra gli indicatori sintetici del profilo di rischio dell'investimento. Tale indicatore è stato scelto per il più agevole approccio di calcolo, ancorché non sia pienamente rispondente ai criteri di *best practice* del *risk management*.





I due grafici sopra riportati mostrano la distribuzione di probabilità degli esiti finali (in valore attuale) dell'IRS per una volatilità del 18%. La prima rappresenta il contratto *par*, la seconda rappresenta il contratto non *par* dell'esempio precedentemente descritto. Nell'asse delle ascisse è indicato il *pay off* (valore attuale), che presenta un'apprezzabile dispersione; nell'asse delle ordinate è posta la frequenza che presenta una distribuzione asimmetrica con il lato delle perdite proteso sino a valori prossimi a - € 200.

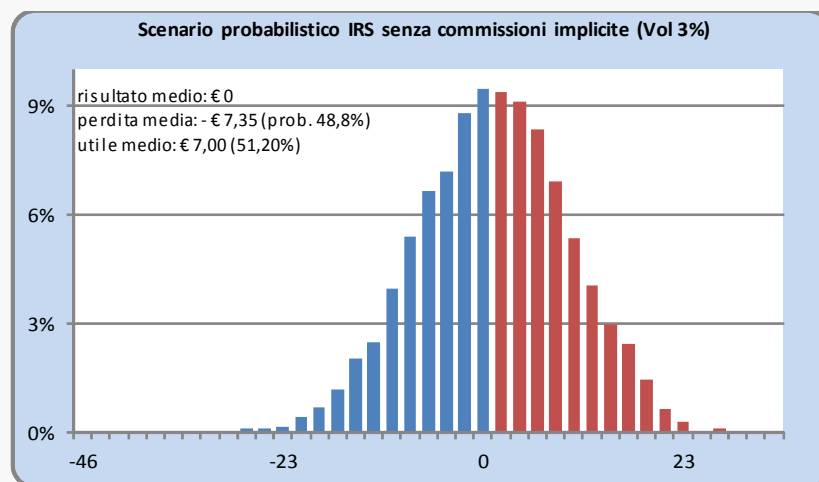
La distribuzione riveniente dagli scenari probabilistici presenta una moderata asimmetria: le due distribuzioni sono identiche, la seconda presenta uno *shift* a sinistra corrispondente a - € 8,40, il valore attuale della perdita mediamente attesa.

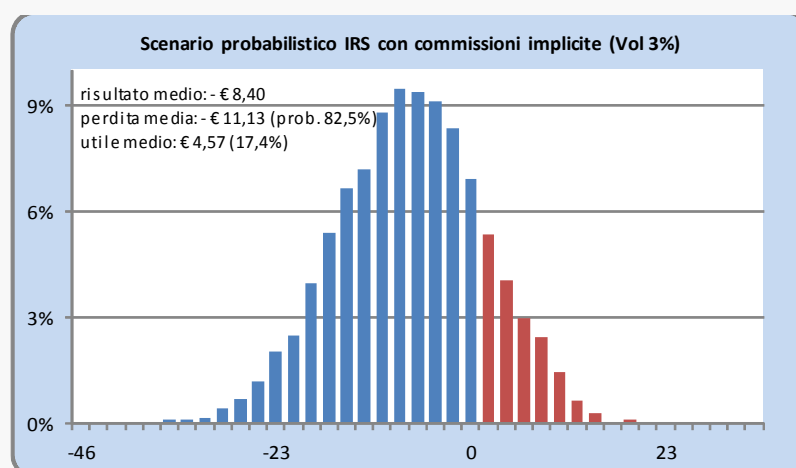
Senza commissioni l'IRS sarebbe *par*, con un risultato medio atteso pari a zero, composto asimmetricamente da una probabilità del 43,1% di conseguire una perdita sino a valori prossimi a - € 200, che in media si attesta a € 48,57, e da una probabilità del 56,9% di conseguire un margine positivo sino a valori prossimi a + € 100, che in media si attesta a € 36,76: il risultato medio ponderato perviene appunto al valore atteso di zero.

Con le commissioni implicite che incidono per il 12,8% sul flusso medio atteso, la distribuzione delle probabilità degli esiti attesi positivi e negativi si modifica moderatamente: le probabilità di perdita salgono al 49,7% per un importo medio di € 49,93 e quelle di guadagno scendono al 50,3% per un importo medio di € 32,62; il baricentro si sposta sul valore medio atteso di - € 8,4, corrispondente al valore attuale del *mispricing* applicato.

Dati questi scenari di probabilità che si prospettano sulla base dei parametri di mercato, l'operatore economico che nutre aspettative di una più incisiva flessione dell'Euribor, confortato dalla significativa volatilità dell'Euribor, può ravvisare una convenienza economica nell'operazione.

Se, al contrario, la volatilità annua attesa dall'Euribor è del 3%, la presenza di un *mispricing* medio del 12,8% sui flussi attesi rende assai poco conveniente l'operazione, inducendo con elevata probabilità una perdita per il cliente, significativamente più elevata dell'eventuale guadagno nel caso di evoluzione favorevole.





Come mostrano i grafici sopra riportati, con una volatilità annuale del 3%, il *pay off* si presenta meno disperso, su una distribuzione di frequenza apprezzabilmente simmetrica.

Senza commissioni l'IRS presenta un risultato medio atteso pari a zero, con probabilità di perdita (48,8%) e guadagno (51,20%) accostate, con un *pay off* moderato, compreso fra circa ± € 30.

Con le commissioni implicite del 12,8% sul flusso medio atteso, il baricentro degli esiti positivi e negativi rimane sul valore di -€ 8,4 come nell'esempio precedente, ma, risultando più ristretto il *pay off* degli esiti attesi, le probabilità di perdita (82,5%) e guadagno (17,4%) si discostano notevolmente, come pure si amplia il divario relativo fra l'entità della perdita e del guadagno medio, seppur su valori assoluti più moderati del caso precedente.

In queste circostanze non vi sono aspettative ragionevoli che possono far ritenere conveniente l'operazione: la *fee* richiesta assorbe buona parte dei possibili esiti favorevoli e appesantisce apprezzabilmente quelli negativi.

Nel precedente esempio la volatilità era più elevata e il flusso medio atteso poteva subire apprezzabili modifiche: parallelamente anche il rischio di credito assunto dall'intermediario risultava più elevato, giustificando l'entità delle commissioni implicite. Nel secondo esempio la volatilità è assai modesta: le commissioni risultano eccessive e rendono anti-economica l'operazione. Viene offerto un ombrello per la pioggia ad un prezzo pressoché pari all'abito da proteggere.

In linea teorica non sussiste una soglia definita dell'incidenza del *mispicing* oltre la quale si possa ritenere oggettivamente anti-economica un'operazione in derivati, dipendendo questa dalle specifiche aspettative, esigenze e finalità perseguite dall'operatore economico. Tuttavia, per ordinari valori di volatilità, via via che l'incidenza sui flussi attesi viene ad assumere valori percentuali più elevati, sempre più labili risultano i margini di aspettative che possano escludere una valutazione anti-economica.

In tali circostanze insorgono pregnanti problemi sia sul piano dell'adeguatezza economia alle finalità perseguite dall'operazione sia su quello dell'informazione.

I doveri di diligenza e correttezza – prima ancora della trasparenza e informazione – impongono all'intermediario di proporre strumenti finanziari che, al netto del margine ad esso riconosciuto, risultino adeguati alle esigenze del cliente. Tale nozione di "adeguatezza" discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del T.U.F., distinguendosi dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob (Cfr. Tribunale di Milano, 23 marzo 2012). Nel concetto di adeguatezza è implicata la misura del *mispicing* e, se la sua incidenza sui risultati dell'operazione diviene un elemento di apprezzabile rilievo, una corretta informazione in merito non può essere sottratta al cliente nel processo decisionale che presiede l'operazione.

Soprattutto nei casi in cui il *mispicing* è suscettibile di modificare significativamente gli equilibri dell'operazione, l'intermediario non può esimersi dall'indicare compiutamente l'ammontare delle commissioni implicite, a prescindere dalla circostanza che queste trovino una corretta giustificazione nella complessità e professionalità del servizio prestato. Tanto maggiore è l'asimmetria informativa e professionale, tanto più ampia dovrà essere l'informazione, sull'operazione e sui costi necessari alla sua realizzazione, e tanto più accurata dovrà risultare la consulenza incidentale prestata dall'intermediario, al fine di rendere il cliente non solo edotto, ma pienamente consapevole dei risvolti indotti dai costi sui possibili esiti economici dell'operazione.

Questi aspetti assumono una particolare pregnanza nei derivati esotici nei quali il rischio di mercato e il rischio di modello, congiuntamente agli altri fattori di costo del servizio, sono suscettibili di far lievitare apprezzabilmente il *mispicing* implicito nel derivato stesso. In tali operazioni la frequente presenza di rapporti non lineari non consente di cogliere agevolmente né la variabilità

né la rilevanza dei potenziali esiti²⁰. Tanto più asimmetrica risulta la distribuzione degli esiti finali, tanto meno intuitiva ed immediata risulterà l'incidenza del margine di intermediazione sui flussi attesi.

La trasparenza dell'informazione comporta, oltre alla completezza, l'adeguatezza al profilo culturale e professionale del cliente. La misura dello squilibrio esercitato dal *mispricing* sugli esiti dell'impiego finanziario – espressa dal rapporto fra la *fee* e il saldo periodico – risulta di più agevole fruizione ed è suscettibile di ridurre l'asimmetria informativa che si riscontra quando l'intermediario progetta il derivato, lo realizza in forma 'semi-standardizzata' e lo propone all'operatore economico che, in buona misura, lo subisce, facendo affidamento sulla consulenza prestata dall'intermediario stesso.

Le operazioni di swap vengono predisposte su uno specifico *holding period*: risultando i costi di intermediazione misurati in rapporto all'intero periodo e 'caricati' sulle condizioni dell'operazione, ad ogni rimodulazione l'onere delle precedenti commissioni si cumula con le nuove, aggravando inevitabilmente l'incidenza sul flusso periodico residuo. Al vecchio debito se ne sostituisce uno nuovo che, anche se più favorevole nelle condizioni, genera costi che possono facilmente vanificare la convenienza dell'operazione. Con gli apprezzabili livelli commissionali praticati dagli intermediari è pressoché inevitabile lo squilibrio delle prestazioni e la rapida lievitazione a condizioni di eccessiva onerosità.

E' oltremodo evidente che la misura e l'incidenza dei costi impliciti costituiscono un fondamentale elemento di valutazione che non può essere celato al cliente.

Per le operazioni derivate, quando effettuate per conto proprio dall'intermediario, l'art. 32 del precedente Regolamento Consob n. 11522/98 prescriveva che il prezzo fosse comprensivo delle commissioni (... sul prezzo non possono applicare alcuna commissione). Ciò ha costituito una

²⁰ Per prodotti finanziari elementari, un approccio deterministico può risultare sufficiente: per un BTP a breve scadenza, prezzo e rendimento coprono compiutamente le informazioni necessarie ad una scelta consapevole; per prodotti più sofisticati un approccio deterministico, prezzo e rendimento, presenta una scarsa informazione se la *performance* osservata *ex post* può probabilisticamente discostarsi dalla stima effettuata *ex ante*. In tali circostanze il valore medio atteso va opportunamente integrato da un idoneo indice di variabilità che integri l'informazione nel passaggio da un modello deterministico ad un modello probabilistico. Già nel passaggio da un titolo *free risk* a tasso fisso ad un titolo *free risk* a tasso variabile la *performance* osservata *ex post* si disperde intorno al valore medio atteso: per una modesta dispersione il rendimento medio atteso conserva pressoché integro un esaustivo valore informativo. Ampliandosi la dispersione, tanto più questa assume forme asimmetriche e singolari, tanto più si svilisce il portato informativo del valore stimato *ex ante*, sino a costituire il simulacro informativo dei polli di Trilussa nel caso dell'opzione digitale.

‘smagliatura’ della specifica norma regolamentare, che è stata più recentemente rimossa. Considerata la complessità dei derivati esotici, dottrina e giurisprudenza ritengono tuttavia che principi di trasparenza e diligenza, previsti dall’art. 21 del T.U.F. e dall’art. 26 del Regolamento, imponessero comunque all’intermediario di informare il cliente sugli effettivi costi dell’operazione (... e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati), soprattutto se questi risultavano di importo rilevante, atto a modificare sostanzialmente la convenienza dell’operazione, tanto più in presenza di un operatore non qualificato²¹. Il rispetto dei menzionati articoli rivestono un carattere imperativo, in quanto dettati non solo nell’interesse del singolo cliente ma anche nell’interesse generale all’integrità dei mercati finanziari.

12 novembre 2012

Roberto Marcelli

²¹ “Tutto ciò premesso il collegio rileva che l’art. 31 comma 1 reg. int. prevede espressamente, per quello che qui interessa, la non cogenza applicativa dei precedenti artt. 27, 28 e 29. Non concede invece la facoltà di non applicare l’art. 26 del medesimo regolamento, e (naturalmente) neanche la facoltà di non applicare l’art. 21 TUF. L’art. 21 TUF, già come era in vigore all’epoca dei fatti, dettava una serie di principi generali che, nonostante la qualità di operatore qualificato di XXX, dovevano improntare i reciproci rapporti tra le parti, ed in particolare l’operato dell’intermediario, ed altrettanto dicasi con riguardo all’art 26 del regolamento intermediari, mentre le successive norme di cui agli artt. 27, 28 e 29 reg. Int. dettano semplicemente una serie di ulteriori obblighi comportamentali dell’intermediario finanziario.” (Corte d’Appello di Milano, 19/4/2011).

“La condotta truffaldina rileva in senso commissivo, qualora vi sia la dolosa produzione e rappresentazione alla controparte di circostanze false ed artificiose, in modo da determinarla a stipulare. In senso omissivo quando il malizioso silenzio sia connesso ad obbligo di comunicazione delle circostanze stesse. (...) Ci sembra che in linea teorica il principio della buona fede in sede precontrattuale e contrattuale, nonché gli oneri informativi, che oggi sono fortemente tipizzati a carico degli intermediari, possano far concludere che la mancata esplicitazione delle commissioni implicite possa determinare uno degli elementi della condotta di truffa contrattuale. Non si tratta tanto dell’obbligo, in sé non esigibile, anche per la parte professionalmente più attrezzata, di esplicitare la propria ‘scienza’ (acquisita con i relativi costi) che permette una valutazione di aspettativa di profitto, a danno di controparte, quanto dell’obbligo di prospettare una struttura di costi che ‘può’ emergere dal profilo contrattuale e che deve essere conosciuta da controparte, per il suo corretto processo decisionale.” (G. Mussari, D. Monti, A. Micoli, Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari, Nuova Giuridica, 2011).