

DERIVATI ESOTICI E MARGINE DI INTERMEDIAZIONE:

RIFLESSI DI CONVENIENZA E CONGRUITÀ

TERZA PARTE

[per leggere la parte precedente clicca qui...](#)

di Roberto Marcelli

5. L'UP-FRONT, COMPONENTE COMMUTATIVA SOTTRATTA ALL'ALEA DEL DERIVATO.

Non vi è alcun elemento che connatura l'*up-front* allo Swap, risultando la funzione del primo distinta da quella del secondo¹. Anzi, la funzione di copertura del rischio che sovente accompagna lo Swap, impiegata alla stregua di un prodotto assicurativo, è più consona al pagamento di un premio che all'incasso di un *up-front*. Risulta per altro stridere con la natura del contratto l'accostamento di un introito certo a pagamenti aleatori.

L'elemento determinante la figura dello Swap è la diversa aspettativa sulla posizione relativa, non assoluta, dei tassi (o valute); oggetto del contratto è la differenza a termine: l'alea che permea il contratto non è propriamente riferita ai distinti tassi (o valute) che lo compongono, bensì alla loro differenza. Questi aspetti sono del tutto assenti nel finanziamento. Nel finanziamento si realizza un effettivo scambio della *res*: un ammontare iniziale contro ammontari futuri. Il tempo gioca un ruolo determinante e predefinito inizialmente, mentre nello Swap il *timing* assume una funzione accessoria, risultando la preminenza della causa negoziale assorbita nel differenziale.

Rispetto ai valori attesi, espressi dal mercato nella curva dei rendimenti, le parti dell'*Interest Rate Swap* presentano una distinta e diversa valutazione soggettiva e, volendo cogliere lo scostamento del proprio sentire dai valori di mercato, o alternativamente avvertendo l'esigenza di una copertura, entrano nell'operazione. Ponendosi sul punto di equilibrio, nel quale il mercato giudica equivalenti il flusso fisso e quello variabile, le parti si accordano sulla

¹ "... a prescindere dal tipo di strumento finanziario sottostante, Swap, opzione, ecc., l'*up-front*, in sé, non ha nulla a che vedere con il perfezionamento di un contratto derivato. Ove fosse presente – all'interno di un contratto derivato – dovrà avere una autonoma ragione economico giuridica, ben esplicitata, per non rischiare la dichiarazione di nullità in un eventuale giudizio per assenza di causa." (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

corresponsione a termine del differenziale, spartendosi l'alea sulla base di una suddivisione paritaria espressa dal mercato, ma alla quale attribuiscono ciascuno una diversa ed antitetica valutazione probabilistica e/o rilevanza economica. *“L'oggetto del derivato è (...) il differenziale prodotto dalla comparazione fra i due prezzi (alla stipula e alla scadenza). Ciò che le parti di un contratto derivato 'comprano' non è il bene, bensì la 'differenza di valore'. In assenza di questa specifica componente, desumibile dal tenore della stipulazione, il derivato non è più tale, bensì diviene o meglio rimane un semplice contratto a termine.”* (E. Girino, I contratti derivati, Giuffrè, 2010).

L'elemento determinante il contratto di mutuo o di finanziamento è la necessità di risorse finanziarie: il tasso, se fisso o variabile, non è un aspetto primario, ancorché la sua valutazione sia assunta, congiuntamente ad altri fattori, in funzione delle aspettative future dei tassi.

Coerentemente con tale prospettazione il valore del derivato, espresso dal *mark to market* – pari inizialmente all'*up-front*, a meno delle commissioni di intermediazione – è stato ricompreso nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi, alla stregua di un ordinario finanziamento².

La Commissione Europea, occupandosi dei contratti di Swap con *up-front* (*off-market Swaps*) in sede di rilevazione dei deficit dei governi (*Excessive Deficit Procedure*), ha rilevato la distinzione fra la componente di finanziamento e la componente propriamente aleatoria: *“Lump sums exchanged at inception on off-market swaps should be classified as loans (AF.4) under ESA 1995, with an impact on the Maastricht debt when the lump sum is received by government. Off-market swaps are to be partitioned in the ESA 1995 balance sheet into a loan component and a regular (at-the-money) swap component”*.

² *“L'iniziativa di rinegoziazione, avanzata dalla banca prima della stessa scadenza del contratto o immediatamente alla scadenza, non viene neanche presentata al cliente come un'iniziativa volta a regolare le modalità di restituzione alla banca di una somma di danaro maturata a favore di quest'ultima, e cioè come un'operazione analoga a quella anche frequente in cui il mutuatario o il cliente titolare di un'apertura di credito "incagliata" decide di rinegoziare la restituzione della somma attraverso l'accordo dilatorio o altre forme che consentano più opportune modalità di restituzione. (...) Va poi ulteriormente rilevato che, a ben vedere, i contratti rimodulati sulla base dell'accredito di up-front da parte della banca, non esprimono neanche la natura di contratto derivato, in quanto la causa di finanziamento è in essi prevalente, considerato che l'intero contratto è volto alla restituzione alla banca del finanziamento”*. (B. Inzitari, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri nella nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni, www.ilcaso.it, 2009).

Anche il GASB in un suo documento (*Preliminary view N. 26-4P Accounting and financial reporting of derivatives*), del 28/4/06, in relazione agli 'off-market swaps' precisa: *"the up-front payment of the off-market swap is a borrowing that the government has committed to simultaneously upon entering into an at-the-money swap. As a loan, the liability associated with the up-front payment would be reported at its historical price. (...) The liability is amortized over the life of the swap. (...) The derivative should be reported separately from companion instrument and measured at fair value"*.

La Commissione Europea nel suo documento (Eurostat, *Guidance on accounting rules for EDP, Financial Derivatives 13/3/08*) osserva: *"It may be noted that the way off-market swaps are accounted by the various units composing the economy (corporations, banks, insurers, government) may vary, pending unification of accounting standards and further progress on how to account for complex products. This provides certainly scope for differences in reported data across sectors. However, this would not be a justification to favour in concept one recording or another."*³.

³ *"Swap are generally agreed using the current market fixed interest rate observable at inception, with the consequence that the market value is zero at inception ('par swaps'). Cases of swaps with a nonzero market value at inception exist; this are often called 'off-market' swaps, and a lump sum payment at inception is to be paid by one party to the other. (...) The back-to-back issue of an off-market swap with a matching regular swap creates a cash inflow now (or the reverse), against fixed cash outflows later (or the reverse). In this case, it seems difficult not to consider that, in such an arrangement, a loan has been contracted between the two parties. The question is however how to record a plain off-market swap. Such a swap can either be interpreted as a single swap, or alternatively as a back-to-back swap together with a matching regular swap (thus, a third swap). Though apparently artificial and circconvoluted, this last presentation has nonetheless the advantage to reasonably capture the essence of the intention behind the lump sum Contracting parties entering swaps aim at exposing themselves to a risk (including in order to hedge another risk), and they do so using the market references applicable (e.g. the fixed rate). Using a different rate implies a lump sum, wich suggests that the intention and the nature of the transaction is or can be seen different. It would therefore seen appropriate, from an economic analysis perspective, to consider that the lump sum is in fact borrowing, in the form of a loan F.4, with the implication that the stream of interest payments later on would be partitioned in ESA 1995, between a loan reimbursement (F.4) component and a genuine flow of derivative (F.34) component. In the balance sheet, ther would be two entries: a loan position AF.4 falling over time to zero, and a derivative position AF.34, with an initian zero value, reflecting the movement of the off-market swap itself (net of the loan). The loan position is a liability of the party that receives the lump sum, while the derivative position may appear either on the asset or on the liability side, depending on the profile of streams of payments and on holdings gains/losses incurred to date."* (Eurostat Guidance on accounting rules for EDP. Financial Derivatives 13/3/08).

"Swap agreements providing for up-front yield adjustment or other nonperiodic payments from a non-US party to a US party may be treated by the IRS as loans to the US person if those payments are 'significant'. If so, a portion of the payments from the US to the non US party will be US-source interest potentially subje to a 30-percent withholding tax". (Memorandum. New US Tax Representations for Schedule to ISDA Master Agreement.).

Dottrina e giurisprudenza continuano a rimanere ancora incerte e divise sulla natura dell'*up-front*. Da parte di taluni si sostiene che con l'*up-front* la banca non eroga un finanziamento assistito da un obbligo di rimborso, bensì anticipa i flussi positivi che, secondo la valutazione dell'intermediario, il derivato andrà a generare in futuro a favore del cliente⁴. Questa posizione, negli ordinari Swap di tassi, rispecchia un sostanziale *misleading* dell'architettura che tecnicamente presiede la determinazione di uno Swap con *up-front*.

E' un artificio considerare separatamente le due gambe dello Swap e assumere l'*up-front* come un'anticipo sulla gamba a credito del cliente: il flusso, al di là delle mere appostazioni contabili, è unico, costituito dal differenziale aleatorio che, in quanto tale, mal si concilia con forme di anticipazione che per altro verrebbero ad essere calcolate a tassi più elevati del tasso *free risk* implicito nello Swap⁵.

Praticamente, più che valutare i flussi futuri a credito da attualizzare, viene fissato l'*up-front* da erogare e si calcola in corrispondenza lo *spread* che occorre aggiungere al flusso aleatorio del derivato per recuperare il finanziamento erogato ed i relativi interessi che, non essendo computati al

⁴ "dentro a un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo), la variante della clausola *up front* – o pagamento anticipato che dir si voglia – sconta ovviamente l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene il pagamento anticipato; ma non muta la funzione economico-giuridica del contratto; essa resta lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti – correndo il rischio della loro differenza – si sono obbligate a scambiarsi. Il contratto dal punto di vista economico non è destinato funzionalmente a produrre un debito ma, al contrario, a produrre un guadagno e – nella sua funzione economica – è uno strumento di investimento di risorse, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una somma (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento e che verrà a maturazione per tutto il tempo di durata del contratto) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. Ovviamente questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso d'interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è – si ripete – un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello Swap la clausola *up front*, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'*up front* è solo la modalità di pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto". (Tribunale di Bologna, n. 2078 del 14 dicembre '09).

⁵ In questa chiave di lettura il mutuo a tasso variabile potrebbe essere inteso come uno Swap nel quale tutta la gamba a credito è corrisposta nell'*up-front*. In altri termini un mutuo indicizzato all'Euribor potrebbe essere rappresentato con una figura particolare di Swap, nella quale una gamba è data dal pagamento immediato di un *up-front*, pari al nozionale, e pagamenti nulli successivamente, mentre l'altra gamba è data dal flusso di pagamenti, in parte definiti (quota capitale) e in parte aleatori (Euribor).

tasso *free risk* ma al tasso corrispondente al merito di credito del cliente, rendono sistematicamente non *par* l'operazione.

Il *fair value* del derivato, inizialmente e successivamente, è dato dal valore attuale delle due gambe, ottenuto scontando i flussi attesi, a debito e a credito, con la medesima curva dei tassi (quasi *free risk*⁶) ricavata dallo Swap. Al contrario, per calcolare la correzione che occorre operare per recuperare l'*up-front*, l'intermediario, nel determinare i maggiori flussi posti a carico del cliente, utilizza un tasso di sconto più elevato del tasso Swap di un derivato *par*, commisurandolo al merito di credito del cliente finanziato: non conseguirebbe, altrimenti, per l'importo erogato la debita copertura del rischio di controparte⁷.

Ad un dato *up-front*, fissato l'*holding period* e la cadenza dei flussi, corrisponde un determinato *spread* sul saldo periodale, che può venire indifferentemente da una maggiorazione del flusso a carico del cliente o da una riduzione del flusso a carico dell'intermediario.

La giurisprudenza più recente, abbandonando una stretta ricostruzione oggettiva della causa, si è rivolta a valorizzare il reale assetto degli interessi che il contratto è diretto a realizzare: occorre, in altri termini, individuare in concreto i complessivi interessi coinvolti che possono anche divergere da quelli astrattamente previsti nello schema negoziale impiegato. (Cfr. anche Cass. n. 26958/07 e n. 239441/09).

⁶ I tassi degli Swap sono generalmente riferiti ad un operatore con rating AA.

⁷ Con lo Swap si pone in essere un impegno di credito/debito che si protrae nel tempo, con un apprezzabile rilievo del rischio di controparte, che si riflette nello *spread* che separa il prezzo dal *fair value*: tale *spread* rappresenta la necessaria copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli Swap. Viene pertanto meno, ai tassi dello Swap, la corrispondenza finanziaria fra l'*up-front* e l'alterazione indotta nei flussi dell'operazione, ricadendo ineluttabilmente nella fattispecie di finanziamento individuata da E. Girino: "La perdita implicita all'alterazione dei tassi va, in altri termini, misurata alla luce del valore dell'anticipazione, per cui se essa può ritenersi tale da effettivamente coincidere con tale valore, il contratto non potrà dirsi perdente in partenza, posto che la perdita è compensata da un pagamento immediato già eseguito. Oltre siffatto limite, invece, sicuramente si sarà in presenza di una variazione inaccettabile e tale da incidere sulla stessa causalità del negozio". (...) "anche una minima eccedenza rispetto al versato determinerebbe per ciò solo un'alterazione illecita del meccanismo aleatorio e uno stravolgimento stesso della funzione dello strumento. A quel punto, ma solo a quel punto, diverrà possibile riqualificare l'*up-front* (rectius: la parte di *up-front* eccedente la quota di flusso anticipata) quale finanziamento, atteso che l'alterazione dell'alea negoziale non avrà consentito semplicemente il fisiologico recupero di un differenziale versato in anticipo, bensì l'aggiunta di un *quid pluris* assolutamente ingiustificato nell'economia del derivato: con ogni intuibile ricaduta anche sul piano delle conseguenze che quel *quid pluris*, ove particolarmente elevato, potrebbe implicare (vuoi in termini di eccesso di interesse, vuoi, alternativamente o cumulativamente, in termini di applicazione di una commissione occulta)." (E. Girino, I contratti derivati, pag. 480, Giuffrè, 2010).

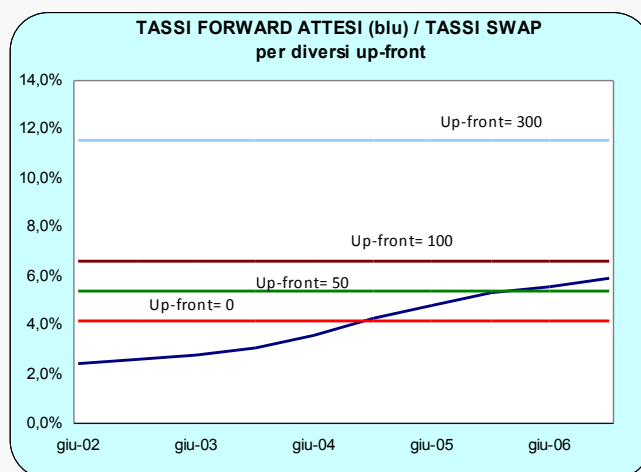
Su questa linea si è espresso il Tribunale di Bari, facendo espresso riferimento alla sintesi degli interessi che concretamente il contratto è volto a realizzare: *“La ricorrente fa in modo pertinente riferimento alla nozione di causa concreta, che risponde al modo in cui ormai la giurisprudenza di legittimità concepisce il requisito causale. Da quando Cass. 8/5/2006 n. 10490 ha affermato il principio che causa del contratto è la causa concreta, lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato, la causa concreta non solo è penetrata nelle pronunce a sezioni semplici (Cass. 12/11/2009, n. 23941), ma quel che più importa è che si tratta di nozione fatta propria da rilevanti arresti delle sezioni unite (Cass. 11/11/2008, n. 26972 sul danno non patrimoniale e 18/2/10, n. 3947 sulla polizza fideiussoria). Quanto però al primo contratto di Swap la deviazione dal tipo sociale sul piano della causa concreta viene indebitamente dedotta dalla violazione delle regole di comportamento, violando il principio, ormai non più solo dottrinale, ma anche giurisprudenziale (cfr. l’arresto delle sezioni unite di cui a Cass. 19/12/07, n. 26724; e già prima Cass. 29/9/05, n. 19024), dell’indeducibilità delle regole di validità dalle regole di comportamento. Più seria è la censura quanto ai contratti stipulati successivamente, caratterizzati dal crescente ammontare delle passività. Si tratta di verificare, sul piano della causa concreta, se l’incorporazione nel regolamento della passività pregressa e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale ab origine incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio, da intendersi connaturata al tipo sociale, stante anche quanto osservato dalla Consob con la comunicazione del 26/2/99”* (Ordinanza del Tribunale di Bari 15 luglio 2010, in www.ilcaso.it).

E’ singolare che si voglia intendere l’*up-front* come l’anticipazione dei futuri flussi finanziari attesi, senza coglierne la *consecutio causalis*: senza uno *spread* incrementativo dei flussi attesi dall’intermediario – che copra al tempo stesso l’importo del capitale finanziato e i relativi interessi commisurati al merito di credito della controparte – non vi sarebbe equilibrio finanziario che giustifichi l’*up-front*. La componente aleatoria connaturata al *genus* del contratto non viene sostanzialmente alterata, viene più semplicemente affiancata da un diverso negozio giuridico.

Si consideri un puro swap privo di *up-front*, per un contratto a cinque anni, di nozionale € 1.000, con un margine di intermediazione dello 0,20% in ragione d'anno e un tasso fisso del 4,18% (tasso di mercato 3,98%) a carico del cliente, contro l'Euribor a carico dell'intermediario. Nella tabella si è posto a raffronto questo swap base al 4,18%, con i differenti tassi swap che rivengono nel caso sia previsto un *up-front* pari distintamente a € 50, € 100 e € 300, finanziato all'8%.

Swap con up-front					
Swap	Nozionale: € 1.000			Durata: 5 anni	
	Up-front	€ 0	€ 50	€ 100	€ 300
	Cliente paga	4,18%	5,41%	6,65%	11,58%
	Banca paga	Euribor 6M	Euribor 6M		
	Margine di intermediazione base (in ragione d'anno su nozionale)	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
	Mispricing aggiunto (in ragione d'anno su nozionale)	-	1,23%	2,47%	7,40%
	Margine di intermediazione (in ragione d'anno su nozionale)	0,20%	1,43%	2,67%	7,60%

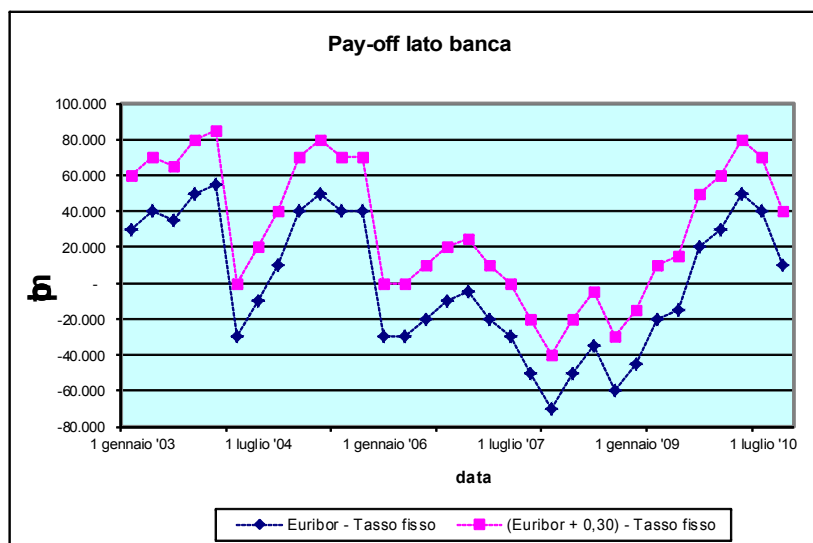
Come si evidenzia, per conseguire una remunerazione dell'8% sul finanziamento implicito nell'*up-front* – necessario all'intermediario per recuperare l'importo finanziato nell'*up-front* e gli interessi corrispondenti al merito di credito del cliente – il tasso swap a carico del cliente subisce significativi incrementi anche per valori moderati di *up-front*. La maggiorazione del tasso swap e l'implicito margine di intermediazione risulteranno tanto più elevati quanto minore è il merito di credito, più ristretto il periodo del contratto, più elevata la quota di *up-front* in rapporto al nozionale.



Dalla curva dei tassi *forward* si può rilevare che, già con un *up-front* di € 50, pari al 5% del nominale, la maggiorazione indotta sul tasso swap a carico del cliente conduce ad un flusso di saldi attesi pressoché costantemente a debito.

Pay off - lato Banca												
Semestri		t ₀	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Swap con Up front=50	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	14,6	13,5	12,6	11,0	8,4	5,1	2,7	0,3	-0,8	-2,0
Swap con Up front=100	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	20,7	19,5	18,5	16,8	14,2	10,7	8,2	5,6	4,4	3,1
Swap con Up front=300	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	45,1	43,6	42,2	40,1	37,1	33,1	30,1	27,0	25,2	23,2

Con riferimento al saldo, l'erogazione di un *up-front*, nelle modalità ordinarmente impiegate dagli intermediari nelle operazioni di *Interest Rate Swap*, induce una lievitazione del *mark-up* determinando un ricarico uniforme, a debito dell'operatore, su tutto il flusso periodale. La curva dei flussi attesi, e quella dei flussi che si determineranno effettivamente, subiscono uno *shift* costante a favore dell'intermediario.



L'aggiunta di uno *spread* dello 0,30% all'Euribor posto a carico del cliente – necessario a coprire l'*up-front* – modifica il flusso degli introiti/pagamenti in maniera uniforme, determinando il recupero del capitale finanziato secondo un piano di ammortamento a rata costante. Il rimborso dell'*up-front* e dei relativi interessi risulta commisto al contratto aleatorio, ma non è eventuale o aleatorio: anche con un Euribor pari a zero (o negativo!) lo *spread* percepito dall'intermediario permanerebbe invariato, celato, al più, nel minor importo a debito dell'intermediario.

Non è corretto escludere la qualificazione dell'*up-front* in termini di finanziamento in quanto il derivato che nasce con la contestuale erogazione dell'*up-front* non incorpora con certezza la restituzione della somma erogata. Nessuna condizione contrattuale prevede esplicitamente un obbligo dell'operatore a restituire l'importo relativo all'*up-front*, più semplicemente viene 'rincarato' il saldo dei flussi per ricomprensere il pagamento in un piano di rimborso: quest'ultimo è certo e determinato, solo la componente pura dello *Swap* continua a rimanere aleatoria, rendendo incerta la commistione del flusso risultante dall'aggregazione di un finanziamento e uno *Swap*.

Se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Modificando il tasso *Swap* del cliente da Euribor a Euribor + 0,30% il tasso pagato rimane aleatorio ma non vi è alcun incremento dell'alea: la componente *spread* è certa e determinata quale che sia il valore assunto dall'Euribor. Non risulta, in generale, corretto sostenere che "*l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore*"⁸: il rischio non aumenta, aumenta solo il costo posto a carico dell'operatore *retail*⁹. Queste circostanze ricorrono sistematicamente negli ordinari contratti *Swap*: la natura dell'*up-front* è chiara e definita.

Qualche perplessità potrebbe sorgere quando lo *Swap* ricomprensere, oltre all'*up-front*, anche la vendita di un'opzione che introduce distinti elementi di aleatorietà. Taluni contratti *IRS* esotici ricomprenscono, a fronte dell'*up-front*, la vendita di un'opzione, ma se questa è articolata in una successione scadenzata di opzioni, collegate funzionalmente ad un tasso riferito al nozionale, si ricrea, anche in questa tipologia di derivato, un ammortamento, seppur incerto ed aleatorio, a rimborso del capitale e dei relativi interessi.

Diversa è la situazione nelle ricorrenti operazioni di *Swap* con opzioni *Collar* poste in essere nel corso del decennio precedente con Enti locali e imprese: la vendita del *floor* copriva l'acquisto del *cap* e l'eventuale parte residua alimentava l'*up-front*.

⁸ Corte d'Appello Trento 5/3/09, www.ilcaso.it.

⁹ De Nova (I contratti derivati come contratti alieni, in rivista di diritto commerciale, 2009) si pone la domanda: "*il secondo contratto derivato sconta la circostanza che il primo contratto derivato si prospetta negativo per il cliente, con un incremento dell'alea a carico del cliente rispetto al primo contratto. Sino a che punto ciò può giustificare lo squilibrio tra le parti quanto all'alea assunta?*". Anche in tali circostanze è opportuno non confondere l'alea con una maggiorazione, certa e definita, del costo posto a carico dell'operatore, attraverso uno *spread* fisso aggiunto al tasso variabile.

Nelle ordinarie operazioni di IRS, invece, risulta di più immediata evidenza la natura di finanziamento dell'*up-front* che trova nella maggiorazione del tasso, fisso o variabile, un rimborso commisurato al capitale erogato e allo specifico tasso di interesse, implicito nella maggiorazione stessa e valutato coerente con il merito di credito del cliente.

Nell'usuale operazione di Swap, sia in sede di prima sottoscrizione che di *unwinding*, con l'*up-front* si configura un finanziamento da parte dell'intermediario al quale corrisponde un rimborso distribuito nel tempo, usualmente certo e predefinito, ancorché occultato nella commistione con il derivato. Poiché il *mark-up* adottato dagli intermediari è equivalente, di norma, ad uno *spread* additivo calcolato sul nozionale in essere a ciascuna scadenza del flusso, la restituzione dell'*up-front* finanziato assume la veste di un ammortamento a rata costante. Lo *spread* aggiunto – commisurato al nozionale dell'operazione che, di regola, è un multiplo dell'*up-front* – viene a corrispondere alla rata costante (o proporzionale se il nozionale è decrescente nel tempo) necessaria all'ammortamento dell'*up-front* finanziato. Concettualmente occorre tenere separate le due operazioni, l'una commutativa e l'altra aleatoria: la parte aleatoria rimane circoscritta al puro Swap, mentre il rimborso dell'*up-front* assume la natura di una costante che non altera il rischio posto a carico dell'operatore.

In termini *ex post*, a seguito degli effettivi tassi espressi dal mercato, il saldo aleatorio degli impegni a debito e a credito risulterà modificato dell'esatta misura della maggiorazione stabilita inizialmente; la rata di ammortamento dell'*up-front* potrà al più risultare compensata dagli importi aleatori che l'andamento dei tassi di mercato viene a porre a carico dell'intermediario nello Swap base al quale è commisto il finanziamento.

All'*up-front* riconosciuto dall'intermediario corrisponde il 'ricarico' certo e predeterminato dello squilibrio apportato ai flussi aleatori: da quest'ultimo si distingue costituendo la parte commutativa del contratto.

Nell'affiancare alla componente aleatoria una componente commutativa, il rischio, come già detto, rimane invariato, aumenta il costo: *ex-post* il risultato aleatorio del puro Swap si somma all'importo determinato dallo *spread* corrispondente al *mark-up* inizialmente calcolato. Se non si coglie la distinzione, si riconduce lo squilibrio delle prestazioni all'alea contrattuale anziché alla componente commutativa riferita al finanziamento e si perviene

facilmente a soluzioni che arrivano a ravvisare la mancanza della causa del contratto: in realtà le cause concrete sono fuse in un unico negozio, vanno scisse e valutate distintamente.

Nella circostanza lo schema contrattuale e i termini dello *Swap* appaiono come 'i vestiti dell'imperatore' del noto episodio di Andersen: lo *Swap* con *up-front* maschera, con labili infingimenti, un contratto di finanziamento.

Separando le due componenti si palesa la natura commutativa e quella aleatoria, circoscrivendo per altro l'area alla quale applicare la deroga dell'eccessiva onerosità prevista dal primo comma dell'art. 1467 c.c..

Da parte dell'intermediario tassi distinti e diversi caratterizzano la valutazione del *fair value* e quella dell'*up-front*. Nella riconduzione al valore attuale, risulterebbe improprio impiegare uno stesso tasso, tratto dalla curva *zero coupon bond*, ordinariamente impiegato sull'OTC fra intermediari bancari di primario *standing*.

L'operatore bancario, nei prestiti reperiti sul mercato, se spunta, ad esempio, l'Euribor *flat*, applica all'operatore economico uno *spread* sull'Euribor commisurato al merito di credito; analogamente nel titolo obbligazionario, lo *spread* espresso dal mercato rispetto al titolo *free risk* rispecchia il rischio di credito ad esso associato. Con il medesimo criterio il prezzo espresso dall'intermediario nel derivato con *up-front* rispecchia nel *mark-up* lo *spread* coerente con il rischio di insolvenza del cliente, secondo la categoria di merito nella quale è stato classificato¹⁰.

In taluni *Swap* la presenza di un *up-front* arriva a determinare una struttura contrattuale nella quale i flussi di pagamento dell'intermediario – al netto di quelli posti a carico del cliente – risultano probabilisticamente assai remoti e/o modesti: la componente finanziamento è prevalente e il flusso si configura come il pagamento della rata di rimborso del finanziamento corretta per il più modesto flusso aleatorio riveniente dalla componente di *Swap*. In tali circostanze viene svilita la funzione connaturata al *genus* del contratto, il quale risulta deviato a realizzare, attraverso una forma atipica, un finanziamento¹¹.

¹⁰ Nella circostanza, agli ordinari costi di un puro *swap*, si aggiunge una maggiorazione del *mark up* commisurata alla rata ed interessi da introitare alle periodiche scadenze.

¹¹ "Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è una vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo *Swap* con una prestazione simbolica non è un *Swap*, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto e cioè lo scambio di due flussi di pagamento". (Caputo Nasseti, Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Giuffrè, 1997).

In altri contratti la presenza dell'*up-front* è invece accompagnata da un più significativo scambio di rischio, con liquidazione di un differenziale aleatorio: le due componenti fuse in un unico flusso determinano alterne movimentazioni finanziarie, seppur prevalentemente a carico del cliente, per la necessaria compensazione dell'*up-front*.

La presenza dell'*up-front* non trova giustificazione alcuna né nella costruzione dello Swap né in particolari esigenze o opportunità di mercato. Non sussiste alcun collegamento funzionale dell'*up-front* con lo Swap, non ravvisandosi alcuna connessione necessaria che ne giustifichi la presenza. In queste circostanze è il *genus* del contratto che ne determina la causa? Oppure occorre riferirsi al principio di prevalenza ed accertare se la funzione dello scambio domini o meno la funzione di finanziamento? Oppure ancora coesistono con pari rilievo le due finalità nel medesimo contratto?

Certo la sottoscrizione di un unico documento negoziale non è necessariamente indice di una struttura unitaria dell'elemento causale, dipendendo questo dall'unicità o pluralità degli interessi economici perseguiti dalla struttura negoziale.

La distinzione tra "negozio complesso o misto"¹² e "negozio collegato" si fonda sul diverso grado di compenetrazione delle pattuizioni contenute e sulla possibile riconduzione o meno delle diverse unità negoziali ad un unico profilo causale. Nel primo le disposizioni convenute sono necessariamente e funzionalmente combinate al perseguimento di uno scopo pratico unitario, ed è necessario che le diverse figure negoziali perdano la loro individualità, fondendosi in un unico profilo causale. Nel secondo, al contrario, ciascuna entità negoziale, pur essendo riconducibile ad un "interesse" unitario complessivo, è caratterizzata da un profilo causale distinto ed autonomo, non determinandosi quel rapporto di connessione inscindibile tra le varie disposizioni, tipico del negozio complesso. Per cui anche in presenza di un collegamento negoziale, ciascun contratto collegato mantiene la propria individualità giuridica, caratterizzandosi in funzione della propria causa: una pluralità di negozi distinti, legati da un nesso di reciproca dipendenza¹³.

¹² In dottrina si differenzia il negozio complesso da quello misto sulla base dei criteri dell'assorbimento, per il primo, e della prevalenza, per il secondo: quando nello schema negoziale una tipologia causale è predominante e le altre hanno carattere meramente accessorio, allora si è in presenza di un negozio complesso; al contrario, quando le tipologie causali sono autonomamente riconoscibili pur se con la prevalenza di una di queste, si avrebbe il negozio misto.

¹³ "Affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico, che impone la considerazione unitaria della fattispecie, è necessario che ricorra sia un requisito oggettivo, costituito dal

Ulteriore distinzione opera la dottrina con il negozio indiretto, per tale intendendosi quello mediante il quale le parti utilizzano un paradigma negoziale tipico per conseguire, oltre agli scopi ad esso direttamente congruenti, ulteriori finalità proprie di altro negozio tipico, ovvero con la realizzazione di un negozio atipico, inteso come negozio non coincidente nella sua struttura formale e nella sua identità causale con alcuno dei modelli negoziali contemplati e disciplinati dal legislatore ma rispondente alla finalità del soddisfacimento di un interesse meritevole di tutela ai sensi del secondo comma dell'art. 1322 C.C., ovvero, ancora, con la realizzazione di un negozio complesso, caratterizzato dalla coesistenza in esso di elementi causali appartenenti tipicamente ad altre figure negoziali.

In ogni caso non sembra si possa prescindere dalla disciplina contrattuale in concreto posta in essere, cioè l'effettiva causa intesa come 'funzione della realtà negoziale concreta', indipendentemente dall'istituto contrattuale prescelto: "*(...) per stabilire la disciplina applicabile al contratto di specie, deve individuarsi quale tra i vari elementi causali prevalga sugli altri (secondo la nota teoria della prevalenza, appunto, o dell'assorbimento), fatta salva l'applicabilità della disciplina prevista per gli altri elementi, in quanto compatibile; ovvero della disciplina che risulta dalla sintesi di tutti gli elementi (teoria della combinazione) qualora nessuno di essi possa dirsi prevalere sugli altri.*" (Cass. S.U. n. 26298 e n. 11656/08).

Si può giustificare l'integrazione del regolamento negoziale quando si configura un negozio di tipo complesso caratterizzato da un'unicità di causa: l'*up-front* non è né strumentale, né tanto meno funzionale al contratto *Swap*, dalla cui natura si vorrebbe far discendere l'appartenenza al tipo, con la conseguente applicazione della disciplina riferita a quest'ultimo. Due cause, pur anche

nesso teleologico tra i negozi, volti alla regolamentazione degli interessi reciproci delle parti nell'ambito di una finalità pratica consistente in un assetto economico globale ed unitario, sia un requisito soggettivo, costituito dal comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore, che ne trascende gli effetti tipici e che assume una propria autonomia anche dal punto di vista causale. Il collegamento negoziale non dà luogo a un nuovo ed autonomo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi. Pertanto, in ipotesi siffatte, il collegamento, pur potendo determinare un vincolo di reciproca dipendenza tra i contratti, non esclude che ciascuno di essi si caratterizzi in funzione di una propria causa e conservi una distinta individualità giuridica." (Tribunale di Rovigo, 25 gennaio - 10 marzo 2011, n. 26).

collegate, ma prive di rapporto funzionale o accessorio che connetta necessariamente l'una all'altra, conservano la loro autonomia e appare ineludibile l'applicazione delle distinte discipline che le regolano¹⁴.

Questo aspetto assume un rilievo particolare. Più che il criterio dell'assorbimento o della prevalenza, appare rispondente una distinzione e separazione della causa creditizia da quella propria dello Swap. A seconda dei concreti assetti contrattuali si potrà individuare quale sia economicamente la prestazione principale o quella prevalente, ma giuridicamente rispondono a cause e finalità, di pari rilievo, distinte e separate¹⁵.

¹⁴ Non bisogna trascurare che i contratti Swap sono contratti elaborati sulla base del modello anglosassone: sono 'alieni' al diritto italiano. *"Trattandosi di contratti alieni, noi dobbiamo evitare di prendere per buono qualcosa perché non è esattamente identico alla fotografia della fattispecie della norma imperativa che vieta. Perché, se noi facessi questo, potremmo lasciarci sfuggire dei casi in cui noi dovremmo invece ritenere la norma imperativa applicabile. Dunque la norma imperativa a fattispecie specifica e analitica non è probabilmente lo strumento idoneo per svolgere questo tipo di controllo. Ecco allora che a me vien fatto di pensare – come ho già scritto – che lo strumento di controllo idoneo sia un vecchio strumento, che abbiamo quasi abbandonato: la norma materiale, che non si preoccupa dello strumento giuridico ma del risultato."* (De Nova, Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno., CEDAM, 2011).

¹⁵ D. Maffei, riconducendo l'erogazione dell'*up-front* ai 'servizi di investimento accessori', previsti dal T.U.F., ritiene nulla la clausola per assenza dei requisiti di forma e contenuto di cui all'art. 23 del T.U.F. e artt. 30 e 37, rispettivamente del Regolamento Consob n. 11522/98 e n. 16190/07. Nel caso di rimodulazione, con finanziamento della perdita maturata, la nullità, che colpisce la clausola di finanziamento, si estenderebbe all'intero Swap. *"Non varrebbe obiettare che la clausola di up-front sarebbe una parte del contratto derivato che troverebbe la sua giustificazione economica nell'intero: perché il giudizio intorno alla validità di una parte del contratto concerne sempre essa ed essa soltanto e la questione del suo rapporto con l'intero contratto è solo se la sua eventuale nullità si estenda ad esso. (...) Non occorre dimostrare la debolezza di quella giurisprudenza degli interessi che tende a riconoscere che la clausola, i cui effetti sarebbero vietati, tuttavia si sottrarrebbe alla nullità in ragione del suo c.d. assorbimento funzionale all'interno di una più ampia pattuizione. Questo, infatti, non è il caso dei contratti derivati rinegoziati, conclusi sulla scorta dell'erogazione dell'*up-front*, dato che l'accredito iniziale la restituzione di una maggiore somma a titolo di restituzione e di interessi non favoriscono né rafforzano, ma semmai limitano o escludono in radice, quella dipendenza dall'andamento del sottostante – l'alea – di cui la funzione del tipo sociale del contratto derivato, comunque la si declini sul piano dei motivi, è tratto caratterizzante. In chiave di c.d. assorbimento funzionale, è semmai la causa dei contratti derivati rinegoziati che resta assorbita nella causa del finanziamento, al pari del contenuto del contratto derivato rinegoziato, le cui formule, invece che riflettere la dipendenza dal sottostante, sono piegate all'esigenza di assicurare all'intermediario di recuperare il finanziamento e di trarne profitto. Un 'mutuo fra giocatori', non già come un tempo viziato per l'estensione ad esso dell'illiceità del gioco, bensì, sebbene funzionale ad un gioco lecito, illecito esso stesso."* (D. Maffei, Contratti derivati, Banca Borsa e Titoli di credito, n. 5/11).

Non si pongono per i derivati alcuni dei limiti e presidi posti a tutela della generalità dei contratti. Una flessione del *mark to market*, alla stregua di un comune titolo obbligazionario o azionario, non pone un problema di rispetto dell'art. 1467 c.c.: l'alea connaturata allo strumento finanziario rende imminente il rischio di eccessiva onerosità che si può conseguire nel tempo.

Tuttavia diversamente si configurano le circostanze quando la presenza di un *mark to market* negativo per l'operatore economico non è ascrivibile al mercato, ma è implicita nelle condizioni dell'operazione, preordinate al conseguimento di un diverso equilibrio dei benefici, in parte aleatori, per accumulare all'elemento di scambio il rientro e la remunerazione di un finanziamento, contrattualmente preordinato¹⁶. L'inserimento di componenti avulse dall'aleatorietà propria al derivato induce una commistione nella quale si annida un arbitraggio normativo, ove non si colgano e separino, oltre la forma, i distinti elementi sostanziali e causali dell'operazione.

“The pressure that financial innovation has placed on tax and regulatory authorities is not incidental. Inconsistencies in tax and regulatory regimes are one of the major impetuses for financial innovation. Indeed, they might be the primary such impetus. There is a strong incentive for financial innovators to disaggregate and rebundle cash flows in order to avoid prohibited or disadvantaged transactions. When this occurs the innovator can charge a premium for its product, at least until others catch on, that reflects the saving. Such innovations are commonly referred to as tax or regulatory arbitrage.” (Put-call parity and the law, Michael S. Knoll, 2002).

Tecnicamente si può impiegare un'estensione del teorema della *'put-cal parity'* per dimostrare che dati tre strumenti finanziari – un finanziamento, una *call* e una *put* – ciascuno strumento può essere ottenuto attraverso una combinazione degli altri due. Se gli strumenti sono soggetti a normative diverse, si

¹⁶ “E' necessario che il meccanismo aleatorio sia equilibrato e razionale e quindi che l'assunzione del rischio sia a fronte di possibilità lucrative che derivano oggettivamente dal rischio, senza alcuna sperequazione. Una sperequazione fra rischi e vantaggi attesi, anche al di sotto del limite di cui alla normativa civilistica sulla rescissione per lesione, si rivela del tutto incompatibile con la natura degli strumenti derivati, dove il meccanismo della speculazione deve essere legato al funzionamento del mercato, il quale deve a propria volta rivelarsi neutro, al fine di non creare fattori distorsivi: una differenza di lucri e vantaggi è incompatibile con la causa speculativa, che presuppone l'oggettività dei rischi, e quindi che i vantaggi vadano in capo a chi ha corso i relativi rischi.” (F. Bochicchio, Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario, Contratti e impresa, 2009 n.2).

generano arbitraggi che creano, tra l'altro, inefficienze e turbative al regolare svolgimento del mercato¹⁷.

Con lo Swap, il negozio giuridico che lo costituisce appare sottratto agli ordinari canoni che regolano i rapporti contrattuali, risultando assorbito nell'ambito della disciplina dei prodotti finanziari. Questo aspetto, coniugato con l'atipicità del negozio, ha favorito un'ampia libertà in ambiti costruttivi senza limiti, offrendo il destro a forzature per attrarre nella disciplina del T.U.F. istituti e rapporti negoziali altrimenti disciplinati¹⁸.

Con l'accomodante lettura dell'*up-front* riferita all'anticipo dei flussi divengono facilmente eludibili i presidi di tutela e trasparenza previsti dal T.U.B., D. Lgs 385/93, il disposto dell'art. 1284 c.c., le soglie d'usura poste dalla legge 108/96, senza per altro trascurare i risvolti fiscali¹⁹. Qualsiasi finanziamento o mutuo può agevolmente essere replicato, inglobandolo in un'operazione di Swap oppure ponendo nello stesso una quota della prestazione entro la soglia e relegando in un separato Swap non *par* la componente ulteriore debordante la soglia.

L'atipicità dei derivati offre ampi spazi di costruzione del rapporto negoziale, costituente il prodotto finanziario, ma la causa che esaustivamente qualifica il derivato rimane l'alea che si esprime finanziariamente nei differenziali assunti dai parametri di riferimento; qualunque altro aspetto non strettamente funzionale è estraneo al derivato e risponde ad altre e diverse cause.

¹⁷ “ *The put-call parity theorem states that given any three of the following four financial instruments – a zero-coupon bond, a share of stock, a call option on the stock and a put option – the fourth instrument can be synthesized from the other three. Thus, the theorem implies that any position containing one of these instruments can be constructed in at least two different ways. When the law treats alternatives ways of constructing the same position differently (as it often does), form takes precedence over substance, sophisticated parties will spend resources to achieve the preferred result, and only the unsophisticated will be subject to the greater burden.*” (*Put-call parity and the law*, Michael S. Knoll, 2002).

¹⁸ Con i CDS – la più recente creazione del mercato internazionale – si è trasposto sul piano finanziario, una tipica protezione regolata ed ispirata ai principi assicurativi, che è venuta assumendo le fattezze di una speculazione ‘nuda’, priva del nesso teleologico di copertura assicurativa, una mera speculazione, nella quale il rischio non lo si copre, lo si crea, travalicando la funzione assicurativa propria alla natura del contratto: come assicurare contro l'incendio la casa che non si possiede. Sul piano tecnico non sembra sussistere limitazione alcuna a riportare, attraverso il veicolo di strumenti finanziari, nell'ambito del TUF, contratti tipicamente soggetti ad una diversa disciplina.

¹⁹ Il rilievo della natura di finanziamento insito nell'*up-front* avrebbe per altro riflessi anche sul piano fiscale per la componente interessi implicita negli addebiti posti a carico del cliente.

Non può trascurarsi la circostanza che il contratto swap, ancorché nominato all'art. 1 del TUF (D. Lgs. 58/98), rimane un contratto atipico, soggetto al vizio di causalità e liceità previsto dall'art. 1322 c.c..

Risultando l'*up-front* non funzionale all'operazione, appare evidente che il negozio sottostante esprima una causa che non trova piena giustificazione nel *genus* del derivato, ma sottende un'ulteriore causa riconducibile al negozio di finanziamento, che si accumuna al derivato, ora prevalentemente, ora marginalmente.

E' possibile tecnicamente separare, in ogni operazione di Swap di tassi, l'elemento di finanziamento in esso implicito, sul quale l'intermediario commisura la copertura del rischio di credito²⁰.

In presenza di un *up-front*, si consegue un pregnante elemento di trasparenza esplicitando il tasso corrispondente che viene caricato al cliente per il finanziamento implicito nell'*up-front*, così da renderlo confrontabile con l'analogo tasso degli ordinari finanziamenti: non sembra praticabile l'impiego di un negozio indiretto senza il pieno rispetto normativo del negozio formale e sostanziale.

Risulta tecnicamente agevole separare la componente di finanziamento insita nell'*up-front* dal puro Swap²¹, rendendo in tal modo anche facilmente riscontrabile il rispetto delle soglie d'usura previste dalla legge 108/96.

Ad esempio, è del tutto equivalente, da un punto di vista finanziario, con un tasso swap del 4,18% su cinque anni, convenire uno Swap al 7,03% con *up-front* di € 100 oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro swap al tasso di mercato del 4,18%.

²⁰ Cfr. E. Barone, Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella ricostruzione di negozi in frode alla legge, Riv. Trim. Dir. e Ec., 2010, Vol. II, 110-124.

²¹ Cfr. R. Marcelli, L'usura nei derivati, 13/4/12 in www.assoctu.it.

SWAP CON UP-FRONT		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Up-front: € 100	pagamento semestrale
	Cliente paga	7,03%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
Mispricing base (in ragione d'anno su nozionale)		0,20%
Mispricing aggiunto (in ragione d'anno su nozionale)		2,85%
Totale Mispricing (in ragione d'anno sul nozionale)		3,05%

SCOMPOSIZIONE		
Finanziamento ordinario	Finanziamento di € 100	durata 5 anni
	pagamento semestrale	
	rata costante pari a € 15,24 (tasso: 17%)	
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Cliente paga	3,98%
	Banca paga	tasso Euribor 6M

Attualmente, con una soglia d'usura del 16,625% per i 'finanziamenti alle imprese e alle famiglie', le condizioni prospettate nello swap sopra riportato configurerebbero l'usura.

Appare funzionale e corretto considerare lo Swap con *up-front* la risultante della combinazione di un finanziamento e di uno Swap *par*, tenendo distinta e separata la natura commutativa da quella aleatoria del contratto. Ne consegue di riflesso che non si può prescindere dagli inderogabili principi che presidono la formazione del contratto, la necessaria trasparenza delle condizioni di finanziamento e il debito rispetto della disciplina di riferimento. Se non si coglie questa distinzione, si viene a rimettere ad aspetti formali la determinazione di uno iato tra la normativa del credito e la normativa dei servizi finanziari, con potenziali zone di elusione nei grigi tratti di confine.

12 novembre 2010

Roberto Marcelli