

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

SECONDA PARTE

DI ROBERTO MARCELL

[PER LEGGERE LA PRIMA PARTE CLICCA QUI...](#)

3. LA CONFUSIONE INGENERATA DALLA CONSOB.

Nell'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, al paragrafo 4 della parte B, si precisava che *“alla stipula del contratto, il valore di un swap è sempre nullo”*.

Nell'Audizione alla VI Commissione 'Finanze' della Camera dei Deputati del 19/4/11, il Direttore Generale della Consob riferisce: *“Al momento della stipula il valore del derivato deve essere par. L'Allegato 3 al Regolamento Consob n° 11522/98, al paragrafo 4 della parte B, intitolato “Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati. Gli Swaps”, precisa che “alla stipula del contratto, il valore di un swap è sempre nullo”, la somma algebrica attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero. Ove invece gli Swap fossero ab origine contratti ‘non par’, ossia laddove presentassero “al momento di stipula un valore di mercato negativo per una delle due controparti, poiché uno dei due flussi di pagamento non riflette il livello dei tassi di mercato”, l'equilibrio finanziario delle condizioni di partenza sarebbe ristabilito “attraverso il pagamento di una somma di denaro” da parte del contraente avvantaggiato” al contraente “svantaggiato” e “tale pagamento, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto, prende il nome di up-front.”*

Il concetto di Swap al quale si fa riferimento è quello teorico, riferito all'elemento oggettivo del contratto, privato dell'elemento soggettivo che si aggiunge alla specifica operazione, commisurato al rischio delle parti che intervengono nel contratto.

Quanto riportato nella Delibera Consob e ribadito dal proprio Direttore Generale non è propriamente corretto ed ha dato luogo ad un diffuso *misleading* nel quale continuano ad incorrere operatori, avvocati e giudici. In una re-

cente ordinanza del Tribunale di Orvieto (12/04/12) – proprio richiamando il menzionato intervento del Direttore Generale della Consob – dal valore non *par* di taluni derivati si è ravvisato il *fumus boni juris* per uno squilibrio genetico tra le posizioni dei contraenti, destinato a risolversi in una mancanza della causa concreta del contratto di swap, sanzionato con la nullità del contratto medesimo¹. Più equilibrato e condivisibile appare quanto stabilito dal Tribunale di Udine 1 luglio 2011 (www.ilcaso.it): *”La previsione contrattuale di commissioni implicite (rappresentate dal margine lordo dell’operazione a favore della banca, derivante dall’applicazione al cliente di condizioni contrattuali meno favorevoli di quelle che la banca spunta sul mercato per ricoprire con operazioni di segno contrario il rischio finanziario assunto in rapporto all’operazione posta in essere con l’impresa cliente, che remunera anche il rischio creditizio - o di controparte - che la banca assume nei confronti della stessa, oltre ai veri e propri costi operativi) non determina necessariamente la patologia dell’operazione a danno del cliente, ma può essere valutata come segno di carenza di trasparenza nel comportamento dell’intermediario, valutabile nel contesto della mancanza di adeguatezza”*.

La citata incongruenza viene espressamente rimossa nella più recente Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo '09 dove viene previsto, per la *disclosure* sul *pricing* del derivato, l’indicazione del *fair value*, distinto dai costi di *hedging* e dal *mark-up* praticato all’operazione derivata.

¹ Cfr. anche Tribunale di Pescara, S. Ursoleo, n. 1241 del 3 ottobre '12. Più circostanziata appare la successiva sentenza del Tribunale Pescara, 24 ottobre 2012 - Pres. Bozza - Est. Rossana Villani, in *ilcaso.it*, la quale ha previsto: *“Nell’ambito dei contratti di swap, il pagamento di commissioni volte a remunerare il servizio offerto dall’intermediario deve essere espressamente pattuito in quanto si tratta di oneri che non trovano giustificazione in relazione allo strumento contrattuale di un negozio aleatorio di scambio, a base commutativa, la cui causa è configurabile nello scambio di pagamenti assunti con due parametri differenti, nell’ambito del quale è previsto il meccanismo dell’up front in favore della parte onerata dell’IRS non par, quale indice di rischiosità del prodotto ed anche il corrispettivo da pagare per uscire dal contratto. In tale contesto, non vi è spazio per il riconoscimento di un lucro costituito dalla differenza del MTM di stipula del nuovo contratto al netto del MTM di estinzione del contratto rinegoziato”*.

Occorre chiarire che il *fair value* non è un prezzo, bensì un valore che assume la funzione di *benchmark* per la determinazione del prezzo praticato. In generale per ogni strumento finanziario nessun partecipante al mercato riceve un prezzo *par*: sul mercato non vi sono *free lunch*, ad un prezzo corrispondente al *fair value* non ha luogo nessuna transazione². L'operatore economico che accede al mercato non riceve il *fair value* del titolo, ma bensì il miglior *bid* od *ask*, gravato del costo di intermediazione.

Mentre per i titoli trattati nei mercati a pronti, regolamentati e liquidi, i valori *bid/ask* sono assai accostati e vengono facilmente assimilati al *fair value*, per i derivati OTC, risultando l'impegno di credito/debito protratto nel tempo, con un apprezzabile rilievo del rischio di controparte, il prezzo praticato si può discostare sensibilmente dal *fair value*.

Si osserva che il *fair value* di un *swap*, determinato sul *mid-price* espresso dal mercato OTC, è ricavato da proposte *bid-ask* riferite ad operatori di elevato standing di credito, per i quali il rischio di credito è considerato modesto. Le *market quotation* proposte sull'OTC non incorporano il diverso rischio di credito che nelle operazioni con la clientela *retail* viene caricato sul *mark-up*: questo, congiuntamente ai costi di transazione, costituisce il margine percepito dall'intermediario. Sia il *mark-up* che il costo di transazione non vengono percepiti nell'immediato, ma risultano caricati sui flussi futuri, attraverso una maggiorazione del tasso a carico del cliente o una riduzione del tasso a carico dell'intermediario.

² "Typically, at the inception of the swap, no money changes hands between the dealer and the counterparty: Dealers incorporate these cost adjustments into the fixed swap rate, which will be higher (lower) than the mid-market rate for a fixed-rate payer (receiver). As a result, the net present value of the swap at inception will not be zero. It will be positive for the dealer, and negative for the swap counterparty". (M. De Santis, Nera Economic Consulting, 2 marzo 2011).

I modelli di valutazione del *fair value* impiegano curve dei tassi prossimi al *free risk*, generalmente riferiti ad operatori con *rating* pari a AA. Un operatore con un *rating* migliore potrà spuntare una *market quotation* più favorevole, un operatore con *rating* BB verrà caricato, nella *market quotation*, di una maggiorazione corrispondente allo *spread* di rischio di credito che separa il *rating* AA dal *rating* BB.

Fra controparti professionali, il rischio di controparte viene significativamente mitigato attraverso castelletti di affidamento e/o collaterali a garanzia³, che consentono di mantenere assai moderato lo *spread bid-ask*. Al contrario, nelle transazioni fra intermediario e operatore economico il rischio di controparte si riverbera in una maggiorazione del margine di intermediazione, tanto più ampia quanto minore è il merito di credito dell'operatore economico e più esteso il periodo interessato dai flussi finanziari. In altri termini, presentando il cliente *retail* di norma un merito di credito inferiore all'operatore professionale, in assenza altresì di collaterali a garanzia, la curva dei rendimenti da impiegare per i fattori di attualizzazione dei flussi futuri non potrà essere quella prossima al *free risk* (AA) ordinariamente impiegata per la determinazione del *fair value*, ma dovrà corrispondere a quella coerente con il merito di credito del cliente *retail*: lo *spread* aggiunto alla curva *free risk* non costituisce un profitto per l'intermediario, dovendo ricomprendere, tra l'altro, la necessaria copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli swap.

³ Gli accordi collaterali prevedono depositi, titoli di Stato o primarie obbligazioni, a garanzia del buon fine dell'operazione, separando il rischio dell'investimento dal rischio di controparte e rendendo esiguo o modesto quest'ultimo. Inoltre, fra gli operatori specializzati del mercato OTC intervengono accordi di *netting* sul complessivo portafoglio di derivati scambiati fra le parti: l'inadempimento di un contratto trascina l'inadempimento di tutti i contratti conclusi con la stessa controparte. In tal modo le esposizioni si compensano e il rischio di credito si riduce apprezzabilmente.

L'indicazione del valore *par* del derivato, riportata nell'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, par. 4, parte B, deve essere riferita al prezzo, distinto dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario. D'altra parte non si può propriamente ritenere il menzionato Allegato 3, nella formulazione espressa, un precetto normativo.

La circostanza che tale margine non sia stato in passato separatamente indicato ha alimentato per un verso comportamenti opportunistici da parte di taluni intermediari, per l'altro ha ingenerato interpretazioni distorte, fondate sull'assunto che il prezzo spettante all'operatore economico fosse espresso dal *fair value*⁴.

Partendo dal *fair value*, assunto come *benchmark* di riferimento, l'intermediario costruisce la *market quotation* specifica dell'operatore *retail*, caricando il margine di intermediazione, costituito principalmente dalla copertura del rischio di credito: gli oneri di intermediazione, i costi strutturali ed organizzativi, nonché il profitto dell'operazione, di norma assumono un rilievo proporzionalmente assai inferiore. E' fisiologico pertanto che il valore del derivato OTC trattato con un operatore *retail*, scontando nel margine di intermediazione gli oneri e i costi sopra indicati, risulti *non par*.

⁴ "If the actual price of a transaction were set so net present value was zero, the dealer would not cover its costs of transacting and of serving more generally as a market maker, nor would it be compensated for the credit risk it takes in a bilateral transaction. It is therefore necessary to adjust the mid-market price to cover various costs and risk of transacting as well as provide a return to the dealer that makes a market; this is true not only of derivatives but of market making for all financial instruments". (The Value of a New Swap, D. Mengle, ISDA Research Notes).

In parallelo l'ABI ha avuto modo di osservare: "E' principio base che l'operatività dell'intermediario non possa prescindere dall'esistenza di un margine che deve coprire i costi e remunerare i rischi assunti (margine di remunerazione della banca). La remunerazione non dà luogo a commissioni occulte ma a margini, così come avviene in generale per tutte le operazioni relative al debito. Il margine d'intermediazione è un elemento necessario dei derivati ed è una componente del prezzo concordato, così come per i mutui e le obbligazioni. Si traduce parzialmente in profitto per l'intermediario finanziario dopo recuperati i costi e sostenuto il rischio di credito fino a scadenza senza il verificarsi di eventi sfavorevoli".

Il divario con il *fair value* si allarga significativamente se il derivato comprende un *up-front*: in tali circostanze il *mark-up* si accresce significativamente, dovendo ricomprendere, oltre al rientro del capitale, anche gli interessi ad un tasso commisurato al merito di credito dell'operatore *retail*. Nella misura in cui questo tasso si discosta dal tasso *free risk* dell'ordinario swap, risulta consequenziale uno squilibrio genetico dei flussi attesi che, come si mostrerà nel proseguo, comporta un aumento dei costi ma non induce, a meno dell'impiego di opzioni per finanziare l' *up-front*, alcuna modifica nell'alea posta a carico dell'operatore *retail*.

Il *mark-up* potrà variare da intermediario ad intermediario, dipendendo dall'organizzazione e presenza di quest'ultimo sul mercato dei derivati ma anche dalla modifica di rischio indotta nella complessiva posizione di credito in essere con il cliente: non è affatto scontato che, in presenza di variegati rapporti di credito intercorrenti con il cliente, l'introduzione di un derivato porti necessariamente ad una lievitazione del rischio di credito. Al contrario, un derivato di copertura relativo ad un'esposizione presso lo stesso intermediario è suscettibile di ridurre, oltre all'esposizione al rischio del cliente, anche l'esposizione al rischio di credito dell'intermediario.

Si ritiene tuttavia che il *mark-up* costituisca una valutazione propria all'intermediario e alla politica aziendale perseguita, che si colloca in un ambito discrezionale scarsamente sindacabile⁵. Diversa è la valutazione dell'adeguatez-

⁵ Non si condividono i criteri impiegati in talune perizie riguardanti imprese ed Enti locali, nelle quali l'analisi del CTU è rivolta ad accertare la congruità dei costi costituenti il *mispricing* dell'operazione, mentre viene trascurata ogni valutazione della rilevanza, sull'esito dell'operazione, dei costi impliciti rimasti occultati nel prezzo; questo è l'aspetto pregnante che, fatto oggetto di una piena *disclosure*, fornisce la misura della deviazione indotta nella valutazione del derivato.

Si fa riferimento ai contenziosi come quello in essere fra la Provincia di Pisa e Dexia Crediop S.p.A. nel quale il compito consulenziale affidato al CTU, dott. R. Angeletti, dirigente della Banca d'Italia, più che l'equità dei costi impliciti applicati all'operazione, mirava a chiarire la "contestazione di una circostanza di fatto (l'ignoranza incolpevole dell'amministrazione in ordine ai costi impliciti dell'operazione), volta a giustificare l'impossibilità dell'amministrazione provinciale di verificare non già (e non solo) la sussistenza del costo implicito in sé, quanto piuttosto l'insufficiente apprezzamento della situazione economico-finanziaria discendente dalla complessiva operazione di ristrutturazione del debito ed in particolare l'erroneo ed insufficiente apprezzamento incolpevole della convenienza economica che sola poteva giustificare l'intera operazione di ristrutturazione". (...) In definitiva il potere di autotutela culminato nella ricordata determinazione dirigenziale non è stato esercitato per sottrarsi puramente e semplicemente ad un contratto economicamente squilibrato, quanto piuttosto a causa della mancata corretta valutazione della convenienza economica che legittimava l'operazione di ristruttu-

za dell'operazione che residua una volta speso nel flusso del derivato il costo del servizio prestato dall'intermediario.

Il concetto di costi impliciti va riferito al *fair value* del derivato, espresso dal *Mark to Market* o, in via subordinata, dal *Mark to Model*. Il *fair value* rappresenta il valore, per così dire, oggettivo del derivato, al quale si aggiungono i costi e oneri – diversi da intermediario e intermediario – riferiti alla specifica organizzazione, struttura e politica aziendale dello stesso, ivi compresa la copertura del rischio di credito, dipendente anch'essa dalla specifica esposizione complessiva in essere con il cliente e dal merito di credito ad esso attribuito. Risulta poco significativo e fuorviante restringere il concetto di 'costi impliciti' alla differenza fra il prezzo praticato al cliente e il *fair value* contabile impiegato dall'intermediario, nel quale si ricomprendono costi effettivi e costi probabili, stimati questi ultimi attraverso criteri apprezzabilmente soggettivi e prudenziali. L'elemento qualificante l'informazione necessaria per valutare compiutamente l'operazione è il costo del servizio nella sua interezza e prescinde dai criteri di appostazione contabile propri all'intermediario bancario.

Se lo squilibrio genetico indotto dal *mark-up* assume una dimensione significativa e questa viene omessa nell'informativa rivolta al cliente, si viene a deviare l'attività prodromica alla scelta del cliente, in termini tanto più sostanziali quanto più complesso è il prodotto finanziario e quanto maggiore è l'asimmetria culturale e professionale patita dal cliente stesso.

razione del debito, ai sensi dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, e che, come tale, non rientra nella 'causa' del contratto swap, costituendone piuttosto il presupposto logico-giuridico." (Consiglio di Stato, Sez. V, n. 5032 del 7 settembre 2011).

4. IL MARK UP E IL RISCHIO DI CREDITO.

Nell'adeguarsi alle indicazioni della Consob, la prassi adottata da taluni intermediari, per Swap sufficientemente liquidi, evidenzia distintamente:

i) un costo di transazione, riferito all'operazione di copertura sul mercato all'ingrosso, che si colloca nell'intorno di 2-4 punti base annui del nozionale, per ciascuna transazione che compone il derivato;

ii) un *mark-up* – che ricomprende, oltre al margine di profitto, i fattori di costo e di rischio sopportati dall'intermediario – commisurato, per ciascun anno di durata dell'operazione, a 15-20 punti base del nozionale.

Il margine di intermediazione lievita apprezzabilmente nelle operazioni derivate che si discostano dalle forme più elementari.

Il *mark-up*, che l'intermediario applica al prezzo ricevuto sull'O.T.C., è costituito in prevalenza dal rischio di credito, pressoché assente nella transazione con la controparte sull'O.T.C. (in presenza di collaterali a garanzia), ed invece presente con l'operatore *retail*. Considerato che sul mercato all'ingrosso, per i costi organizzativi e strutturali delle operazioni su derivati O.T.C., gli operatori professionali richiedono uno *spread* sul *fair value (mid-price)* nell'ordine di 1-2 punti base (per un ordinario IRS), il *mark-up* applicato all'operatore *retail* risulta prevalentemente assorbito dalla copertura del rischio di credito⁶. L'intermediario potrebbe accompagnare quest'ultima operazione con una copertura *back-to-back* sull'OTC, stipulando un contratto eguale e contrario e rimarrebbe a suo carico esclusivamente il rischio di credito.

Si osserva tuttavia che se l'operazione di Swap è una mera copertura o gestione del rischio di tasso, connessa ad un finanziamento in essere presso lo stesso intermediario, non si crea alcun significativo nuovo rischio di credito e il *mark-up* ha una giustificazione assai labile. Se, ad esempio, l'operatore ha contratto con l'intermediario un mutuo decennale indicizzato all'Euribor, un'operazione di Interest Rate Swap che muti il tasso, da variabile a fisso, non com-

⁶ “For plain vanilla interest rate swaps, bid and ask rates are widely reported, dealers are numerous, and they compete for business. Bid-ask spreads in these markets tend to be low, on the order of 3-4 basis points (100 basis points equal 1%), indicating relatively high liquidity and low profit margins, both signs of competitive market. Market prices are therefore good indicators of fair value for most plain vanilla swaps between counterparties with good credit (AA or higher, more on this below)”. (M. De Santis, Nera Economic Consulting, 2 marzo 2011).

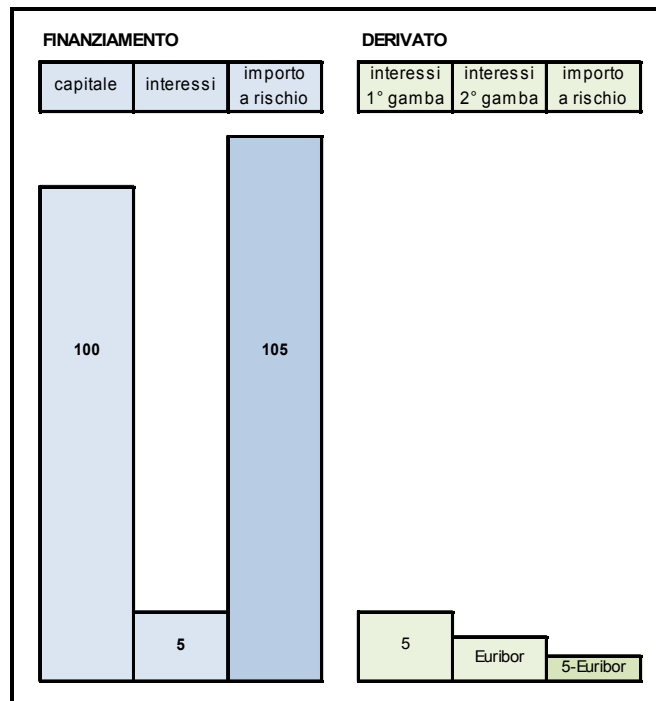
giuntamente al temperamento di rischio indotto dal derivato stesso sull'intera esposizione del cliente. Diversa invece risulta la situazione se le due operazioni sono effettuate con intermediari differenti.

Occorre poi osservare che per l'intermediario il rischio di credito nello Swap è marcatamente inferiore a quello affrontato in un finanziamento: mentre in quest'ultimo il rischio interessa sia il capitale a rimborso che gli interessi periodici, nello Swap il rischio di credito interessa solo il differenziale dei flussi. Per un Interest Rate Swap *par*, i flussi attesi, a debito e a credito, presentano un pari valore attuale e l'esposizione al rischio dell'intermediario si riduce esclusivamente al contingente scempenso temporale dei due flussi (saldi) eventualmente a favore del cliente, corretto per l'alea di mercato; risultando il margine di intermediazione calcolato alla stregua di un *up-front* finanziato dall'intermediario e recuperato gradualmente nel tempo, non è infrequente che rappresenti esso stesso la parte prevalente del rischio di credito⁷.

Il rapporto del rischio di credito fra un finanziamento o un'obbligazione di nominali 100 Euro e un IRS *plain vanilla* di pari nozionale viene valutato nell'intorno di 100 a 1⁸. Nel finanziamento il rischio si ragguaglia alla somma del capitale e delle cedole, nello Swap il rischio si ragguaglia alla somma algebrica delle differenze a debito e a credito dei due tassi.

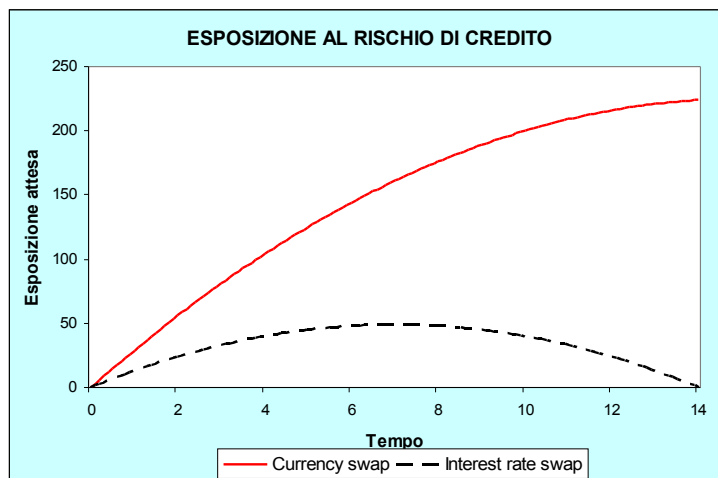
⁷ Per altro il margine di intermediazione è per lo più costituito da oneri e costi distribuiti nel corso dell'*holding period*, che vengono attualizzati per poi essere finanziati caricandoli del rischio di credito.

⁸ *"The impact of counterparty default risk on the swap rate set at the inception of a swap is typically extremely small. For example, consider a five-year plain vanilla fixed-rate payer that issues corporate bonds at an interest rate that is 100 basis points higher than that paid by the fixed-rate receiver, reflecting the lower credit quality of the fixed-rate payer. The fixed rate paid on the swap is, roughly speaking, elevated by about 1 basis point from that of an alternative fixed-rate payer whose credit quality is the same as that of the floating-rate payer. That is, the swap rate correction for default risk is only about one hundredth of the bond rate correction for default risk. There is a simple explanation for this important difference between swaps and bonds. First, default on a bond means loss of a fraction (typically large) of the notional amount, whereas the swap contract does not call for payment of notionals at all, merely coupons. Second, at the default of a corporate bond, it is typical that all future coupon payments are lost. If a swap defaults, however, at most the difference between the fixed and floating rate payments are lost. This difference is on average rather small because the initial market value of the difference is zero. In short, the correction from the mid-market valuation of an interest-rate swap at its inception is normally extremely small."* (Expert Report di Darrell Duffie, Università di Stanford, 15 febbraio 2001).



Anche considerando, nelle due gambe dello Swap, scompensi temporaneamente a favore del cliente, non risultando impegnato alcun capitale, il rapporto ben difficilmente può scendere al di sotto di 80-70 a 1. Ne consegue che un *mark-up* di 15-20 punti base per ciascun anno corrisponderebbe, in un finanziamento con pari merito di credito, a ben oltre 10-12 punti percentuali sull'Euribor.

Il rischio di credito risulta invece più incidente nei *Currency Swap*, nei quali il nozionale trattato viene alla scadenza effettivamente scambiato.



Si osserva inoltre che la copertura del rischio di credito si estende per tutto l'arco dell'*holding period* del derivato: il relativo costo, calcolato nell'immediato congiuntamente alle altre spese, viene caricato sull'operazione in uno con il tasso a debito dell'operatore. Non venendo distintamente pagato in ragione periodale, di fatto, in termini finanziari, risulta del tutto equivalente al pagamento immediato. Infatti in presenza di un *up-front* questo risulta ridotto del valore attuale del *mark-up*.

Un'estinzione anticipata del derivato induce per l'intermediario, che ha già scontato nelle condizioni contrattuali gli oneri futuri di copertura del rischio di credito, un cospicuo beneficio che non trova alcun ristoro nei "Termini e modalità di rimborso anticipato" previsti contrattualmente; l'intermediario risultando sollevato, per il periodo residuo, dal rischio di credito, oltre che degli altri oneri distribuiti nel tempo, viene a godere di un apprezzabile beneficio⁹.

Se il *mark-up*, commisurato annualmente a 15-20 punti base del nozionale, è riferito a costi che si distribuiscono nell'*holding period*, in caso di estinzione anticipata risulterebbe corretto espungere tali costi dalle condizioni di chiusura del contratto.

In caso di chiusura anticipata, per la determinazione del prezzo curata dall'intermediario le clausole contrattuali fanno frequentemente riferimento al 'costo di sostituzione', inteso come "*l'importo calcolato e determinato secondo ragionevoli canoni commerciali, basandosi sul valore di un contratto di interest rate swap in cui (i) la data di decorrenza coincide con la data di recesso; (ii) la data di scadenza coincide con la scadenza finale del contratto, e (iii) tutti gli altri termini e condizioni sono uguali a quelli del contratto*". Viene altrimenti definito come il valore al quale un soggetto, terzo rispetto all'accordo e del tutto indipendente dalle parti coinvolte, sarebbe disponibile, alla data della valutazione, a subentrare nel contratto alle condizioni previste dallo stesso.

Nessuna precisazione viene fornita sul merito di credito del soggetto subentrante.

⁹ *Given that mid-market pricing provides only a benchmark for pricing, how do dealers incorporate transactions costs into pricing of an actual transaction? One way would be to charge an up-front fee to cover anticipated costs and then to transact at the mid-market rate. This has not been typical market practice, however, largely because most of the cost, particularly hedging, credit, and administration, will take place over the life of the transaction. Instead, normal practice is to adjust the mid-market price for the costs of a transaction, although adjustments differ across firms to the extent cost accounting practices differ.* (D. Mengle, The Value of a New Swap, ISDA Research Notes, 3, 2010).

La formulazione non da luogo a particolari dubbi nelle operazioni tra operatori professionali regolati dagli accordi ISDA. Nel caso di operatori *retail* la formulazione non appare del tutto chiara e determinata, risultando diverso il menzionato prezzo di sostituzione se il terzo è individuato fra gli operatori professionali presenti sull'OTC o fra la clientela *retail* della banca, con pari merito di credito dell'operatore uscente: risulterebbe equo riferirsi a quest'ultima. Se, invece, mutuando il contratto ISDA che regola i rapporti fra operatori professionali¹⁰, il terzo viene scelto '*among dealers of the highest credit standing*', il prezzo sconterebbe le condizioni più onerose previste inizialmente nel flusso posto a carico dell'operatore *retail* e l'intermediario conseguirebbe un apprezzabile beneficio dalla sostituzione dell'operatore *retail* con una controparte di elevato standing creditizio. Il riferimento nella risoluzione ad una clausola analoga a quella prevista nel contratto ISDA viene di fatto a celare un margine di guadagno che risulta pressoché assente in operazioni fra operatori professionali. Il rischio di controparte per questi ultimi è posto su valori assai modesti che per altro si bilanciano, mentre assume un'apprezzabile rilevanza quando il divario di merito creditizio aumenta¹¹.

¹⁰ Nel contratto ISDA si prevede, per la risoluzione, il riferimento alla *Market Quotation* definita: " ... with respect to one or more Terminated Transactions and a party making the determination, an amount determined on the basis of quotations from Reference Market-makers. Each quotation will be for an amount, if any, that would be paid to such party (expressed as a negative number) or by such party (expressed as a positive number) in consideration of an Agreement between such party (taking into account any existing Credit Support Document with respect to the obligations of such party) and the quoting Reference Market-maker to enter into a transaction (the "Replacement Transaction") that would have the effect of preserving for such party the economic equivalent of any payment or delivery (whether the underlying obligation was absolute or contingent and assuming the satisfaction of each applicable condition precedent) by the parties under Section 2(a)(i) in respect of such Terminated Transaction or group of Terminated Transactions that would, but for the occurrence of the relevant Early Termination Date, have been required after that date. (...) The Replacement Transaction would be subject to such documentation as such party and the Reference Market-maker may, in good faith, agree."

Dove per *Reference Market-makers* si intende: "... four leading dealers in the relevant market selected by the party determining a Market Quotation in good faith (a) from among dealers of the highest credit standing which satisfy all the criteria that such party applies generally at the time in deciding whether to offer or to make an extension of credit and (b) to the extent practicable, from among such dealers having an office in the same city."

¹¹ Mutuando per altro nel contratto condizioni e modalità che, elaborate sulla base del diritto americano e/o inglese, stridono con il diritto italiano, si viene a determinare una significativa criticità: il carattere di indeterminatezza del valore di chiusura del derivato può costituire, in base al combinato disposto ex artt. 1346 e 1418 cod. civ., motivo di nullità. Non sussistendo per i derivati esotici alcun prezzo di

Questo aspetto non è considerato nella generica formulazione della clausola di risoluzione anticipata. Al contrario, in luogo di un ristorno per il rischio di credito che viene rimosso, viene talvolta previsto un ulteriore addebito, nell'ordine dello 0,20%, giustificato con una generica 'attività commerciale'.

Considerata l'apprezzabile misura del *mark-up* richiesto all'inizio dell'operazione, è evidente che, con le modalità di calcolo sopra illustrate, i costi di chiusura e rimodulazione divengono esosi e sproporzionati al servizio: con la chiusura anticipata dell'operazione si perde completamente quanto pagato per il rischio di credito per il periodo residuo e sull'eventuale nuova operazione risulta replicata la copertura del rischio di controparte. La circostanza è assimilabile all'eventualità di un contratto di assicurazione quinquennale a premio unico, chiuso anticipatamente e ripagato interamente in un nuovo e diverso contratto di assicurazione: il servizio di copertura, anticipato nel precedente contratto, viene così a costituire per l'intermediario un sostanziale '*free lunch*'.

Le risultanze si configurano in parte immutate se la precedente operazione, anziché essere chiusa, viene affiancata da una nuova operazione che modifica le condizioni del precedente Swap: in questa circostanza il rischio di credito non è calcolato sulla risultante della combinazione delle operazioni, bensì distintamente su ciascuna di esse, con evidenti effetti di duplicazione.

mercato, occorre far riferimento a modelli di valutazione che, come menzionato, sono intrinseci di apprezzabile discrezionalità. Giuridicamente labile è il riferimento a prassi internazionali di valutazione generalmente riconosciute: per espressa previsione dell'art. 23, comma 2 del T.U.F. "*E' nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto.*".

Al riguardo: "*la determinazione unilaterale basata su formule di dominio esclusivo dell'intermediario è illecita allorché l'esercizio del potere neppure trova fondamento in una clausola. Ed è esattamente questo il caso, dal momento che l'espressione mark to market, ancorché assai diffusa, presuppone la finzione che un mercato esista. Ma siccome un mercato, pacificamente, non esiste, il valore è in realtà mark to model, vale a dire che la sua determinazione dipende in via totale ed esclusiva dal particolare modello adottato, che, però, non è esplicitato in contratto e resta scrupolosamente segreto anche nella successiva fase contenziosa*". (D. Maffei, Contratti derivati Over the Counter, Milano, Convegno IFAP, 14 ottobre 2011)

La frequente rimodulazione dei contratti swap viene a ricreare, con un marcato effetto leva insito nel premio al rischio anticipato nel tasso praticato, un fenomeno analogo all'*active trading*: i costi, certi e predeterminati, costituiti essenzialmente dal rischio di credito, vengono reiterati più volte e, cumulandosi e confondendosi con l'alea del derivato, assumono un'incidenza anomala erodendo il risultato finale, sino a ricondurlo inevitabilmente più spesso ad una perdita che ad un guadagno¹².

D'altra parte il derivato costituisce uno strumento finanziario *sui generis*, privo di mercato secondario. Questa circostanza pone l'intermediario in una posizione privilegiata; né si conseguirebbe un'economia ponendo in essere un derivato di segno opposto con un altro intermediario¹³.

¹² In questa chiave si comprende meglio l'interesse di taluni intermediari a praticare la rimodulazione a pochi mesi dalla sottoscrizione. *“Nella esperienza pratica, come è stato del resto riscontrato dalla stessa ispezione della Consob, le c.d. rimodulazioni, attuate attraverso il descritto meccanismo di erogazione di finanziamenti esclusivamente finalizzati alla prosecuzione dell’operatività in strumenti finanziari derivati, sono avvenute prima della scadenza naturale, attraverso estinzione anticipata, effettuata dalla banca anche dopo pochi mesi dall’inizio della prima operazione e dunque in maniera che appare ingiustificata e del tutto contraddittoria rispetto alla stessa operazione. Non si comprende infatti il motivo per cui l’intermediario, dopo aver creato e proposto, attraverso una organizzazione volta alla ‘ingegnerizzazione’ dei contratti, una cospicua messe di contratti derivati, possa poi coltivare la prassi di rimodulare a pochi mesi dalla loro sottoscrizione gli stessi contratti, adducendo ragioni che secondo l’intermediario sarebbero esclusivamente legate alle mutate esigenze di mercato, e che, nella sostanza, consistono nell’andamento dei tassi o dei cambi che però gli stessi contratti avrebbero dovuto razionalizzare e controllare.”* (B. Inzitari, 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., in il caso.it, 2009).

¹³ A differenza degli ordinari strumenti finanziari, azioni e obbligazioni, con il contratto derivato si genera un nuovo strumento finanziario: seppur riferito ad un particolare sottostante, il derivato conserva una sua autonomia, accostandosi in questo al titolo di credito che si viene a discostare dal rapporto che lo ha originato. La proliferazione incontrollata di tali strumenti, oltre la dimensione fisiologica correlata al mercato sottostante, non realizza più una redistribuzione e compensazione dei rischi, ma diviene creazione di rischio e di potenziali squilibri.

Se poi il derivato é accompagnato da un *up-front*, aumenta considerevolmente la misura del rischio di credito, si amplifica il *mark-up* a copertura e con esso il *free lunch* che rimane acquisito all'intermediario in caso di chiusura anticipata. E' quello che è avvenuto, nello scorso decennio, nelle reiterate rimodulazioni degli Swap collocati presso imprese ed Enti locali.

Taluni intermediari, a seguito della menzionata Comunicazione Consob del 2/03/09, hanno introdotto una sorta di mini-franchigia di rimborso solo nei primissimi mesi dell'operazione, al termine dei quali il *mark-up* rimane definitivamente acquisito all'intermediario; in tal modo l'indicazione del valore di smobilizzo subito dopo l'operazione, richiesta dalla Consob, risulta assai inferiore al costo che successivamente verrà definitivamente imputato¹⁴.

Nella menzionata Comunicazione Consob si raccomanda la distinzione fra *fair value* e costi, anche a manifestazione differita. La circostanza che la Comunicazione Consob assuma la veste di una raccomandazione non esime gli intermediari da un sostanziale rispetto di quanto in essa riportato, potendosi altrimenti dedurre una violazione dei più generali obblighi di correttezza.

¹⁴ Più funzionale e coerente con la distribuzione del servizio nel tempo risulterebbe una formulazione contrattuale che esprima il *mark up* separatamente – senza inglobarlo nel tasso – distribuendolo nel periodo come un costo del servizio, distinto e separato dal tasso swap convenuto in contratto; evitando in tal modo, nell'eventualità di chiusura anticipata, che il *mark to market* richiesto inglobi costi per un servizio ormai non più corrisposto. Al contrario la formulazione impiegata viene ad indurre una sostanziale ingessatura del contratto, precludendo – a meno di onerosi costi – ogni possibilità di rimodulazione delle condizioni.

Alternativamente, così come, a norma del disposto normativo n. 40/07, ricorrendo talune circostanze la chiusura anticipata del mutuo non può essere caricata di oneri a carico del cliente, si potrebbe in analogia prevedere, nel caso di chiusura anticipata dello *Swap*, che il valore del *mark to market* di rimborso sia depurato del residuo carico del rischio di credito che viene risparmiato all'intermediario con la chiusura dello *Swap*. Nello spirito della menzionata legge, volta a tutelare la parte più debole ed a promuovere una maggiore concorrenza, le prerogative in essa previste – compresa la trasferibilità – potrebbero, con i debiti adattamenti, essere estese anche a talune categorie di operatori ai quali vengono proposti i derivati.

Le operazioni di *Interest Rate Swap* spesso interessano nozionali di ragguardevole dimensione e *holding period* apprezzabilmente lunghi, con un'incidenza relativamente modesta degli oneri organizzativi e di struttura. In tali circostanze, il ricorso ad un 'grossista' per acquisire al proprio portafoglio uno Swap *plain vanilla* con un costo dello 0,01% - 0,02% (oltre al collaterale) e per poi cederlo allo 0,20% annuo richiama il passaggio dell'ortofrutta dal campo alla tavola.

La scarsa trasparenza del mercato e la notevole asimmetria informativa che di regola presiedono le operazioni in parola, congiuntamente alla posizione di oligopolio ricoperta dalla sparuta compagine dei *player* di mercato, impediscono lo sviluppo di un confronto concorrenziale che liberi margini di efficienza a vantaggio degli operatori *retail*: le economie di costo conseguite dagli intermediari più efficienti, più che riversarsi sul prezzo di mercato, tendono ad accrescere i margini di intermediazione di questi ultimi.

Le diffuse indicazioni della Consob riportate nella Comunicazione del 2 marzo '09, alle quali hanno fatto seguito le linee guida interassociative dell'ABI, Assosim e Federcasse, non sembrano sufficienti a presidiare il rilevante conflitto di interesse che permea i rapporti fra intermediario e operatore economico.

La combinazione di funzioni di intermediazione, mandato e consulenza con il ruolo di controparte dell'operazione creano una miscela foriera di comportamenti opportunistici a scapito dei soggetti che patiscono una marcata asimmetria informativa. Viene meno l'usuale negoziazione e contrapposizione delle parti contrattuali e risulta di fatto rimesso all'intermediario il compito di valutare le esigenze, di predisporre il prodotto e di stabilire la ripartizione fra quanto trattenerne per sé e quanto lasciare all'operatore¹⁵.

¹⁵ "La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti 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 stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In

12 NOVEMBRE 2012
ROBERTO MARCELLI

tema di derivati over the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura.” (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).

www.commercialistatelematico.com