

Roma 21 febbraio '12

LE OPERAZIONI DI SWAP: FAIR VALUE E MARGINE DI INTERMEDIAZIONE.

Premessa.

Le nutrite critiche che hanno accompagnato il diffuso collocamento dei derivati appaiono spesso intrise di travisamenti e *misunderstanding*.

Nelle contestazioni proliferate nelle aule dei Tribunali è spesso mancata una chiara distinzione fra commissione e margine di intermediazione, fra *fair value* e quotazione di mercato, trascurando il debito rilievo che assume la copertura del rischio di controparte.

Dottrina e giurisprudenza appaiono ancora divise sulla natura dell'*up-front*, poco usuale nel mercato *OTC* ma ricorrente nei derivati collocati presso imprese ed Enti locali. Una scarsa considerazione della funzione di finanziamento dell'*up-front* e una carente disamina dei costi di intermediazione, collocamento e 'ristrutturazione' delle operazioni su derivati appaiono precludere il dispiego di presidi di trasparenza atti a colmare l'asimmetria informativa, congenita a tali prodotti finanziari¹.

¹ Nel lavoro si prospettano considerazioni tecniche di chi, occupandosi professionalmente di economia e finanza, si viene a confrontare – nell'ausilio prestato a giudici e pubblici ministeri – con la struttura normativa che presiede il settore del credito e l'attività in strumenti finanziari. Talune posizioni giurisprudenziali e di dottrina, nonché opinioni diffuse nei mass media, sono apparse confliggere con i rigorosi principi tecnici che

1. Il Fair Value e la Market Quotation del derivato.

Del *fair value* sussistono varie definizioni, a seconda del contesto nel quale viene impiegato²: ai fini contabili, ad esempio, criteri prudenziali impongono una valutazione diversa da quella perseguita in una transazione di mercato. In quest'ultima il *fair value* costituisce il valore teorico di riferimento del derivato. Se il derivato presenta frequenti transazioni, il *fair value* di mercato – altrimenti detto *mark to market* (prezzo segnato dal mercato) – viene riferito al *mid-price*, dato dal valore intermedio fra la più alta proposta d'acquisto (*bid* - denaro) e la più bassa proposta di vendita (*ask* - lettera).

Ciascun intermediario elabora, sulla base di un proprio processo di valutazione delle informazioni disponibili ed un proprio modello matematico, una stima del valore del derivato: questo valore teorico base, privo di aggiustamenti, costituisce la propria valutazione del *fair value*. Tale valore viene assunto a *benchmark* di riferimento per determinare – congiuntamente alla valutazione dei costi di intermediazione, la copertura dei rischi di controparte e la strategia di gestione del portafoglio – il *bid* e l'*ask* proposti dall'intermediario. Ciò fa sì che vi saranno tante

presiedono le problematiche che si incontrano nella complessa materia dei derivati. Su tali risvolti sono incentrate le riflessioni riportate nel documento.

² "*Fair value is the price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller, neither being under any compulsion to buy and sell and both having reasonable knowledge of relevant facts*" (J. Bogdansky, Federal Tax Valuation, Boston, Warren, Gorham and Lamont, 1996).

I principi contabili (IAS 32, par. 11 e IAS 39, par. 9), stabiliti in sede UE, definiscono il *fair value* (valore equo) come "*il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e indipendenti*".

L'art. 2427 – bis c.c., nel recepire il concetto di *fair value*, prevede che:

"Il fair value è determinato con riferimento:

a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato."

valutazioni del *fair value* ed altrettante *market quotation* quanti sono gli intermediari presenti sul mercato. La contemporanea presenza sul mercato di un numero ragguardevole di intermediari sulla stessa tipologia di derivato lo rende più liquido e, di riflesso, risulta più significativo il prezzo espresso dal mercato. La domanda e offerta determineranno il prezzo che il mercato ritiene 'fair'.

Il *bid-ask spread* rappresenta la remunerazione dei market maker per il servizio di liquidità offerto agli operatori del mercato e la relativa ampiezza è funzione inversa del volume e della frequenza delle transazioni. Esprime in tal modo, oltre ai costi industriali di struttura, il rischio di liquidità connaturato al derivato.

La migliore lettera e il miglior denaro esprimeranno, nel valore intermedio, il *fair value* 'marcato' dal mercato, ma tutte le transazioni avverranno al prezzo *bid* o *ask*, nessuna al prezzo del *fair value* di mercato. Prossima al *fair value* ma distinta da questo è pertanto la quotazione di mercato (*market quotation*), il prezzo al quale l'intermediario è disposto ad 'entrare' in un derivato con una determinata controparte. Tanto più efficiente è il mercato, tanto più accostati saranno il *bid* e l'*ask* e le transazioni che intervengono risulteranno prossime al valore *par* espresso dal *fair value*.

Per i derivati più complessi, in assenza di una standardizzazione e di un mercato attivo, si riduce la liquidità del prodotto³, gli *spread* si allargano e la trasparenza del prezzo si riduce: in tali circostanze la determinazione del *fair value* è frequentemente affidata a modelli matematici di stima (*mark to model*), che tuttavia ricomprendono spesso ipotesi di costruzione non scevre da valutazioni soggettive⁴. In

³ La mancanza o lo scarso rilievo delle proposte *bid-ask* su un determinato prodotto finanziario, ne rende difficile la pronta liquidazione, riflettendosi in un allargamento dello *spread* ed in una minore attendibilità dei prezzi scambiati.

⁴ "Determination of the mid-market price involves calculating three interrelated yield curves.

The first yield curve is the par curve, which is the set of fixed rates currently quoted for par Swaps of various maturities. The par yield curve for interest rate Swaps is also called the mid-market Swap curve because, in practice, it is derived by averaging the bid and offer rates for each quoted maturity. A market participant considering entering into an interest rate Swap would consult the par Swap curve to determine the fixed rates currently being quoted for various maturities.

tali circostanze, le *market quotation* tendono a differenziarsi maggiormente, oltre che per i rischi di mercato e di liquidità, anche in funzione delle più complesse stime parametriche dei modelli di calcolo impiegati, che rendono più labile la determinazione del *fair value*⁵.

La dispersione delle distinte valutazioni del *fair value* amplia lo *spread bid-ask*, inducendo un maggior scostamento del prezzo praticato dall'intermediario da una valutazione *fair* di mercato.

Per i derivati standardizzati – quali *future* ed alcuni tipi di opzioni – quotati in mercati regolamentati, sufficientemente liquidi e trasparenti, la determinazione del *fair value* non presenta particolari problemi, risultando univocamente e formalmente fissata dal mercato.

Anche per gli *Swap plain vanilla*, caratterizzati esclusivamente da durata e ammontare nozionale, ancorché trattati bilateralmente sull'OTC, intervengono frequenti transazioni e i prezzi godono di una relativa trasparenza. La competitività di un mercato non dipende necessariamente dall'ufficialità e centralità delle transazioni, bensì dallo spessore delle transazioni che intervengono, dalle informazioni disponibili, oltre che dalle tipologie degli strumenti finanziari trattati. Per gli *Swap plain vanilla*, anche se trattati bilateralmente, le informazioni circolano

The second yield curve is known as the zero coupon curve or spot curve, and is related through arbitrage to the par yield curve. The zero coupon yield curve is a set of rates paid on instruments that accumulate interest until maturity, with no intermediate cash flows. For interest rate Swaps, zero coupon rates have traditionally been used to discount expected cash flows.

The third yield curve is the forward curve, and is derived from the zero coupon yield curve. The forward yield curve consists of the future values of zero coupon rates that are implied by current zero coupon rates. For interest rate Swaps, forward rates are used as proxies to estimate expected floating rate cash flows for future dates.

This calculation is based on the unbiased expectations hypothesis, an economic theory that asserts that forward prices are unbiased predictors of future spot prices." (The Value of a New Swap, D. Mengle, ISDA Research Notes, 2010 n. 3).

⁵ Il contratto predisposto dall'*ISDA (International Swap and Derivative Association)*, per i casi di risoluzione anticipata, non fa riferimento ad alcuna metodologia specifica, bensì indica principi generali di equità e correttezza e prevede, per la determinazione del *mark to market*, la valutazione di almeno quattro diversi operatori, per poi ricavarne un valore medio.

copiosamente, gli operatori di mercato sono apprezzabilmente numerosi e gli *spread bid-ask* risultano assai ristretti, talvolta 1-2 punti base, segno evidente di un'ampia liquidità e di margini di profitto ristretti.

Il processo descritto caratterizza più in generale la formazione del prezzo su ogni strumento finanziario: anche sui titoli azionari od obbligazionari quotati sui mercati regolamentati, in un determinato momento, vi sarà un prezzo di acquisto (*bid*), un prezzo di vendita (*ask*) e un connesso *fair value* di mercato.

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: nessun partecipante al mercato riceve un prezzo dello strumento finanziario *par*; sul mercato non vi sono *free lunch*, ad un prezzo corrispondente al *fair value* non ha luogo nessuna transazione.

A differenza degli ordinari strumenti finanziari trattati sui mercati ufficiali, nei quali il regolamento risulta pressoché immediato (tre giorni), per i derivati OTC, negoziati bilateralmente, l'impegno di credito/debito risulta protratto nel tempo, con un apprezzabile rilievo del rischio di controparte che si riflette sia nel divario fra *bid* e *ask*, sia nello *spread* che separa il prezzo praticato dal *fair value*.

I modelli di valutazione del *fair value* impiegano curve dei tassi prossime al *free risk*, generalmente riferite ad un operatore 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 operatori professionali, il rischio di controparte viene significativamente mitigato attraverso castelletti di affidamento e collaterali a garanzia⁶ che consentono

⁶ 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.

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* un merito di credito inferiore agli operatori professionali, altresì in assenza di collateralizzazione a garanzia, la curva dei rendimenti da impiegare per i fattori di attualizzazione dei flussi futuri a debito 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, bensì rappresenta la copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli *Swap*.

Questo problema non si pone per i derivati standardizzati, trattati in mercati regolamentati, in contropartita con un operatore centrale che funge da garante dell'operazione, in quanto il rischio di credito è costantemente presidiato da un sistema di margini, tempo per tempo commisurato al rischio assunto dall'operatore centrale.

E' fisiologico pertanto che il valore del derivato, se espresso al netto del margine di intermediazione, risulti *non par*. 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 dalle commissioni e/o dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario⁷. La circostanza che tale margine non

⁷ 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,

sia stato in passato separatamente espresso, ha alimentato comportamenti opportunistici di taluni intermediari, ingenerando tuttavia confusioni ed interpretazioni distorte, fondate sull'assunto che il prezzo spettante all'operatore economico fosse espresso dal *fair value*⁸.

Il prezzo *par*, corrispondente al *fair value*, è il valore teorico che, attualizzando i flussi finanziari e ricomprendendo l'eventuale *up-front*, deve risultare nullo all'inizio dell'operazione e che, al contrario, durante la vita del derivato, viene 'marcato dal mercato' e/o, in assenza di transazione, viene 'marcato dal modello'. 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, risultando gli oneri di intermediazione, i costi strutturali ed organizzativi, nonché il profitto dell'operazione proporzionalmente di entità assai inferiore.

2. Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto.

Il margine di intermediazione, sino alla recente modifica introdotta dalla Consob con la Comunicazione n. 9019104/09, sulla base di quanto disposto dall'art. 32 del Regolamento n. 11522/98 per le cessioni dal proprio portafoglio veniva ricompreso nel prezzo e mai esplicitato. In assenza di un esplicito obbligo del TUF e

prende il nome di up front." (Audizione Dott. Massimo Tezzon, Direttore Generale Consob, avanti alla VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati del 30/10/2007).

⁸ *"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"*.

in presenza di una diversa disposizione del Regolamento Consob, appare alquanto labile far risalire tale obbligo ai principi generali previsti dall'art. 21 del T.U.F.⁹.

Per i derivati OTC, in presenza di apprezzabili impegni finanziari a termine, nei prezzi negoziati dagli intermediari finanziari con i clienti *retail* si può riscontrare un significativo divario con il *fair value* – sia esso ‘marcato’ dal mercato che dal modello. Tale differenza è riconducibile principalmente al rischio di controparte. Come si è detto, solo nelle transazioni fra operatori specializzati dell’OTC, il rischio di controparte è pressoché assente, sia per l’elevato merito di credito degli operatori stessi, sia per il sistema di collateralizzazione che, in buona approssimazione, surroga la sistematica di presidio delle *Clearing House* dei mercati regolamentati.

In ogni rapporto finanziario, quando l’intermediario bancario si espone con una controparte, assume un rischio di credito che deve essere compiutamente coperto. In un ordinario finanziamento, se per l’intermediario il costo della provvista è pari all’*Euribor flat*, nel finanziare l’operatore *retail* dovrà considerare, oltre ai costi di intermediazione e ai margini di profitto, uno *spread* sull’*Euribor* commisurato alla probabilità di insolvenza dell’operatore economico. Se

⁹ La generale confusione che ha pervaso la tematica dei derivati ha condotto a considerare determinate e certe le risultanze delle modellistiche impiegate per l’accertamento del *fair value*, pervenendo ad enunciati che appaiono stridere con i principi finanziari, prima ancora che giuridici. Sul provvedimento di autotutela della Provincia di Pisa, impugnato dagli istituti di credito, il TAR ha affermato che “*per garantire l’equilibrio tra le parti detto contratto, al momento della stipulazione, deve dare un risultato differenziale pari a zero; in caso contrario risulterà squilibrato a favore di uno dei contratti*”, per poi ritenere che “*i provvedimenti di autotutela gravati sono motivati in riferimento alla relazione prodotta alla Provincia da parte della società specializzata Calipso, che ha analizzato l’operazione in questione verificando che gli swap sottoscritti con le banche avevano un valore negativo a carico della Provincia*”, e valutare che “*la differenza di valore tra i contratti derivati da stipulare era stata taciuta dalle banche alla Provincia*”.

Sul tema è tuttavia intervenuta recentemente la Cassazione (21/12/11, n. 47421) che ha puntualmente stabilito: “*Trattandosi nella specie di contratti aleatori ed avendo la contestazione evocato la categoria della cosiddetta truffa contrattuale, occorre qui ribadire che poiché la truffa è reato istantaneo che si perfeziona nel momento in cui alla realizzazione della condotta tipica da parte dell’autore abbia fatto seguito la deminutio patrimonii del soggetto passivo, nell’ipotesi di truffa contrattuale il reato si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l’obbligazione della datio di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l’effettivo conseguimento del bene da parte dell’agente e la definitiva perdita dello stesso da parte del raggirato.*”

quest'ultimo si colloca, ad esempio, nella classe di rischio alla quale è associata una probabilità di insolvenza del 5%, valutato il tasso di recupero, l'intermediario dovrà caricare sul tasso di finanziamento, oltre ai propri oneri e spettanze, uno *spread*, ad esempio 1,20%, necessario a coprire le future insolvenze, una su venti, a cui andrà incontro nel futuro. Lo *spread* di copertura risulterà differenziato sia in funzione della classe di *rating* sia in funzione della durata dell'esposizione al rischio, considerando anche la maggiore incertezza della valutazione per le stime più distanti nel tempo¹⁰.

Tecnicamente la posizione (*pay-off*) dell'intermediario è assimilabile al venditore di un'opzione *put*, che incassa un premio pari all'1,20% concedendo alla controparte l'opzione di restituire solo in parte o per nulla il capitale nell'eventualità che l'investimento si riveli un fallimento.

Lo stesso principio sottende l'emissione obbligazionaria collocata dall'impresa. Se un emittente di primario livello di credito può collocare obbligazioni sul mercato all'*Euribor flat* o alternativamente al tasso fisso del 5%, un'impresa di minor livello di credito sconterà uno *spread* aggiuntivo, che corrisponde al premio che richiedono i sottoscrittori delle obbligazioni per il maggior rischio insito nei titoli.

Analogamente, l'intermediario, nel caso maturi nel tempo un *mark to market* positivo, assume sul derivato una posizione a rischio, potendo la controparte venire meno ai suoi impegni finanziari. L'intermediario dovrà caricare sul prezzo lo *spread* (il premio dell'opzione *put*) necessario a coprire i casi di insolvenza che statisticamente si presentano nella sua attività di intermediazione su derivati.

Le due gambe di uno *Swap* costituiscono, seppur in termini aleatori, i debiti e i crediti dell'intermediario nei confronti della controparte: se quest'ultima è un operatore *retail* appare consequenziale che le due gambe non possano essere valutate allo stesso tasso. 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*.

¹⁰ Le stime rivenienti dal modello Creditmetrics™ forniscono una misura della dispersione e rilevanza che assume il rischio di credito in funzione sia della classe di *rating* sia dell'ampiezza della periodo di riferimento.

Con riferimento al saldo dei flussi finanziari, a credito e a debito, occorre propriamente pesare differentemente, attraverso il tasso, i flussi netti stimati a debito e a credito, considerando per altro la volatilità che caratterizza i flussi medesimi.

Nella determinazione del *fair value*, espressa dal mercato O.T.C. (*mid-price*), viene utilizzato un tasso di attualizzazione prossimo al *free-risk* (*zero coupon rate*), proprio ad operatori di primario standing, unico per i due flussi. Il diverso rilievo degli impegni assunti e il diverso rischio di credito è implicitamente riversato dall'intermediario nel margine che, rispetto al *fair value* (*mid-price*), separa il prezzo praticato all'operatore *retail*.

Fra due intermediari professionali di elevato merito di credito, operanti in regime di collaterali e marginazione a garanzia, è giustificato un unico tasso di attualizzazione e lo *spread bid-ask* si attesta su pochi punti base, sufficienti a coprire costi organizzativi, di struttura e margine di profitto. Al contrario, nell'operazione fra un intermediario professionale ed un operatore *retail*, si rende necessario considerare tassi di attualizzazione diversi, che esprimano nel valore attuale una differenza sul *fair value* (determinato con lo *zero coupon rate*), corrispondente al margine di intermediazione, necessario a coprire, oltre ai menzionati oneri e spettanze dell'intermediario, il rischio di credito.

In altri termini l'intermediario sconta, nel differenziale *bid-ask* applicato al cliente, il valore attuale dell'ordinaria maggiorazione che pratica nei finanziamenti per spesare il rischio di insolvenza del cliente, secondo la categoria di merito nella quale è stato classificato¹¹.

A differenza di un ordinario finanziamento, nel quale la potenziale perdita è nota e determinata, nello *Swap* l'esposizione al rischio dell'intermediario può essere scomposta in due parti corrispondenti alla componente attesa e a quella inattesa, date rispettivamente dall'esposizione corrente, corrispondente all'eventuale positivo valore del derivato espresso dal mercato, e dalla potenziale lievitazione, che potrebbe derivare dalla volatilità del mercato. La prima componente è nota ed è data dal *mark*

¹¹ Nello *Swap*, a differenza del finanziamento, entrambe le parti presentano un'esposizione al rischio di credito: il margine di aggiustamento del *fair value* dovrebbe commisurarsi al differenziale del rischio di credito delle due parti, tuttavia, nelle operazioni con operatori *retail*, l'intermediario è attento esclusivamente al merito di credito del cliente.

to market, corrispondente al valore di chiusura, la seconda viene stimata ed apprezzata con i criteri del VAR, in funzione della volatilità dei parametri di riferimento: a quest'ultimo riguardo significativi effetti di temperamento sono spesso previsti nelle clausole che consentono la possibilità unilaterale di estinzione anticipata del contratto nel caso in cui il merito di credito divenga incoerente con l'esposizione.

Risulta assai naif ritenere che il corretto prezzo del derivato, per un qualsiasi operatore, debba risultare necessariamente accostato al *fair value*.

Il *fair value* non è un prezzo di mercato ma solo un *benchmark* di riferimento ed un margine di intermediazione elevato non è necessariamente rivelatore di condizioni esose, potendo variare apprezzabilmente l'entità dei costi che tale margine deve coprire. Per altro, la presenza di un *up-front* determina necessariamente un più marcato scostamento dal *fair value* del prezzo che l'intermediario prospetta all'operatore *retail*.

I costi di transazione e strutturali, per ordinarie operazioni su derivati, non hanno un'incidenza elevata, mentre l'impegno del capitale di Vigilanza, ma soprattutto la copertura del rischio di credito, assumono un rilievo dominante e una dimensione multipla rispetto alle altre componenti.

Sussistendo anche il rischio della controparte bancaria, occorrerebbe considerare il differenziale fra il merito di credito del cliente e quello dell'intermediario. Nelle transazioni fra operatori professionali, i due rischi si considerano equivalenti e risultano comunque di regola presidiati da collaterali a garanzia: risultando fra loro compensati i rischi di controparte, nella determinazione del *fair value* l'impiego del tasso *zero Swap* per l'attualizzazione dei flussi futuri risulta coerente e le transazioni intervengono con uno scarto che, per operazioni *plain vanilla*, può arrivare a ridursi a 1 - 2 punti base sul *fair value*.

Diversa è la situazione nelle transazioni fra intermediario bancario ed operatore *retail*, nelle quali il divario del merito di credito può risultare assai ampio.

Il derivato viene di regola negoziato attraverso una cessione diretta dal portafoglio¹². L'intermediario non si limita ad un rapporto di agenzia, ma è coinvolto direttamente nell'operazione e solo dopo aver speso i costi e sostenuto sino a scadenza il rischio di credito, la parte che residua va a remunerare il patrimonio impiegato.

L'operazione di *Swap* in particolare non può essere semplicemente chiusa con un'operazione di segno opposto, effettuata con un'altra controparte. E' assente una controparte centrale che garantisca il puntuale regolamento: i contratti sono essenzialmente contratti '*ab intuitus personae*' con conseguente incredibilità del contratto, salvo l'accordo delle parti¹³. Sull'*OTC*, in assenza di un sistema di marginatura, la cui predisposizione risulta assai complessa, il rischio di controparte viene presidiato con un oneroso sistema di collateralizzazione.

La natura e la funzione svolta dall'intermediario nei derivati, di regola, non trova remunerazione in una commissione, separata ed aggiunta al prezzo. L'impiego dei termini 'commissioni occulte' o 'commissioni implicite', in luogo di margine di intermediazione, appare alquanto fuorviante. La commissione è di regola associata

¹² Il funzionario generale della Consob, dott. A. Rosati, il 12/1/05, nel rispondere ad una domanda del Presidente della VI Commissione Finanze, così si esprimeva: *"Per quanto riguarda gli aspetti qualitativi emersi dall'indagine sugli strumenti derivati OTC, quello svolto dai nostri intermediari è in generale un servizio di negoziazione per conto proprio. Generalmente il rischio di mercato insito nelle posizioni viene contestualmente trasferito dagli intermediari che intrattengono rapporti con la clientela al soggetto del gruppo specializzato. Questa politica di gestione può prevedere sia l'utilizzo di posizioni già esistenti all'interno della banca, sia l'acquisto sul mercato di strumenti derivati che vengono "ritagliati" sulle esigenze del cliente. Alcuni intermediari operano nell'ambito dei servizi di negoziazione per conto terzi, ma è più raro. In questi casi l'ordine viene di regola eseguito all'interno del gruppo."*

¹³ *"Il contratto di Swap comporta l'assunzione di rischi di credito per durate spesso non brevi. Le condizioni, a cui viene concluso il contratto, tengono conto dello standing creditizio delle parti: una società con un elevato rating ottiene condizioni migliori rispetto ad una società che abbia un rating inferiore. Si può, pertanto, ritenere che, essendo il profilo personale della parte un elemento essenziale, lo Swap sia un contratto ab intuitus personae, al pari di altri contratti di credito. Da qui consegue, ad esempio, la incredibilità del contratto, fatto ovviamente salvo l'accordo delle parti."* (F. Caputo Nasseti, I contratti finanziari, Giuffrè Editore, 2007, pag. 98. Cfr. anche M. Mori, Swap, una tecnica finanziaria per l'impresa, Padova 1990, pag. 336 e E. Simonetto, I contratti di credito, Padova, 1953, pag. 250.).

ad un servizio, limitato e circoscritto in un breve passaggio temporale, senza implicanze patrimoniali né assunzioni di rischio. L'importo è spesso ragguagliato ad una percentuale assai modesta, pochi punti base nel caso di intermediazione di azioni ed obbligazioni.

Nelle operazioni su derivati, la configurazione stessa di *dealer* individua e giustifica la remunerazione dell'intermediario nel margine che lo stesso carica sul prezzo del prodotto finale. Non è prassi di mercato distinguere dal prezzo il margine di intermediazione, così come si fa per la commissione. Il margine di intermediazione è diverso da intermediario ad intermediario, risultando determinato dalle peculiari risorse professionali, informatiche ed organizzative impegnate sul mercato dell'OTC, dalle capacità di *hedging* insite nel portafoglio detenuto, dall'articolazione dell'operazione derivata e dal servizio prestato nell'arco di vita del prodotto; nei flussi di regolamento, a saldo degli impegni a debito e a credito, è inoltre implicito un rischio di credito e, di riflesso, un parallelo assorbimento di patrimonio di vigilanza, analogamente a quanto si verifica in un'operazione di finanziamento. Sotto questo aspetto l'operazione derivata è più prossima al mutuo che ad un titolo obbligazionario e/o azionario.

Per le necessità di mutui della propria clientela, l'intermediario spende il proprio nome e il proprio credito, sul mercato obbligazionario e/o sul mercato interbancario, raccogliendo finanziamenti ad un determinato *spread* rispetto all'Euribor, diverso da intermediario ed intermediario. Tale differenziale dipende dalla professionalità e presenza sul mercato, oltre che dall'affidabilità e solidità dell'intermediario stesso.

A fronte dei finanziamenti raccolti l'intermediario eroga i mutui alla propria clientela, caricando sul tasso praticato uno *spread* che costituisce il margine di intermediazione necessario a coprire da un lato la struttura organizzativa impegnata a monte nella raccolta, dall'altro la struttura organizzativa impegnata a valle nel recupero del credito concesso e nella gestione del rischio di insolvenza dei clienti.

Analogamente, nei derivati posti in essere con operatori economici, l'intermediario non assume, di regola, la semplice funzione di *broker* con la ricerca della controparte di mercato, ma svolge più spesso una funzione di *dealer*, ricercando ed acquisendo all'occorrenza sul mercato quanto necessario a comporre l'operazione

derivata. Per uno stesso prodotto derivato, intermediari diversi presentano costi di produzione e gestione diversi, dipendenti dalla specificità dell'intermediario, dalla specializzazione disponibile e dalle sinergie organizzative impiegabili.

Per i mutui non si è mai avvertita la necessità di esplicitare al cliente il margine di intermediazione percepito dall'intermediario, che risulta, come detto, diverso da intermediario ad intermediario, in funzione dei costi di raccolta, dell'abilità professionale, dell'efficienza organizzativa. L'esclusivo interesse del cliente è riposto nelle condizioni che regolano il finanziamento e queste sono efficacemente presidiate e calmierate da un mercato dei mutui apprezzabilmente trasparente, dinamico e concorrenziale. Il mutuo è un prodotto sufficientemente standardizzato e, anche a seguito delle più recenti disposizioni di *disclosure* previste dall'Organo di Vigilanza, rimane di agevole comprensione e confrontabilità.

Al contrario per i derivati finanziari, la complessità dei prodotti, l'assenza di una standardizzazione e di un mercato efficiente con un'ufficiale rilevazione dei prezzi costituiscono pregiudizi invalicabili per operatori non qualificati. Rimane arduo, senza una sofisticata attrezzatura tecnica ed un'adeguata *expertise* finanziaria, accedere compiutamente a tale mercato.

Un mercato efficiente e trasparente tende ad emarginare gli intermediari meno competitivi, meno attrezzati professionalmente, strutturalmente e patrimonialmente, esprimendo prezzi (*bid-ask*) tanto più accostati gli uni agli altri e al *fair value*, quanto maggiore è la concorrenza che si sviluppa sul mercato.

Al contrario il mercato dei derivati OTC, per le operazioni strutturate trattate con gli operatori economici non professionali, presenta significative asimmetrie informative e una scarsa trasparenza: in tali circostanze la concorrenza non ha modo di esplicitare gli effetti di selezione e calmierazione del prezzo e più frequentemente ricorrono comportamenti opportunistici. Lo *spread bid-ask* rimane più ampio e 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.

3. Il Margine di intermediazione e il rischio di credito.

Nei riguardi delle operazioni in derivati, in particolare *Swap*, poste in essere con gli operatori economici, come menzionato, il rischio di controparte assume un pregnante rilievo e, in misura più o meno ampia in funzione dell'affidabilità, si riflette nel prezzo (*market quotation*) espresso dall'intermediario. Tanto più esteso è il periodo ed elevati i flussi finanziari proiettati nel tempo, tanto più divaricata risulterà la forbice *bid-ask* espressa dall'intermediario nella *market quotation* del derivato.

Il rischio di credito risulta più accentuato nei derivati nei quali è previsto inizialmente un cospicuo *up-front*, ma anche quando non vi è esborso iniziale da parte dell'intermediario ed il derivato è *par* a meno del margine di intermediazione, sussiste comunque un rischio di credito, nell'alternanza dei flussi che normalmente contraddistingue lo sviluppo temporale del derivato.

I margini di rischio assunti dall'intermediario risultano inferiori a quelli che caratterizzano un finanziamento: l'esposizione al rischio è apprezzabilmente più limitata, pur tuttavia può indurre un significativo scostamento della *market quotation* dal *fair value* di mercato.

Il rischio di credito varia con la distribuzione dei flussi finanziari netti attesi dall'operazione e con la volatilità dei tassi.

In una fisiologica situazione di mercato, con tassi crescenti con la scadenza, uno *Swap* che impegni l'operatore economico a pagare il tasso fisso in cambio del variabile presenterà per l'intermediario un *pay-off* prima positivo e poi negativo. Con un'operazione inizialmente *par* – a meno del margine di intermediazione – il *mark to market* dell'operazione sin dalla prima scadenza sarà sistematicamente negativo per l'intermediario, risultando gli impegni a debito maggiori di quelli a credito: costituendo una posta di debito (*liability*) non presenta nell'immediato alcun rischio di controparte. In tali circostanze, se si ipotizzasse, rispetto ai tassi attesi, una volatilità nulla, il rischio di credito rimarrebbe costantemente nullo.

Al contrario, in presenza di una volatilità dei tassi la distribuzione del *pay-off* diviene aleatoria e, per una valutazione del rischio di credito, si rende opportuno

combinare le probabilità che una modifica dei tassi induca un *mark to market* positivo (*asset*) per l'intermediario, con la probabilità di insolvenza dell'operatore economico e il margine di recupero conseguibile¹⁴.

Questo aspetto, soprattutto per derivati di più lunga durata, può assumere un rilievo particolare in presenza di apprezzabili volatilità dei tassi, inducendo una lievitazione dello *spread* di copertura del rischio di credito.

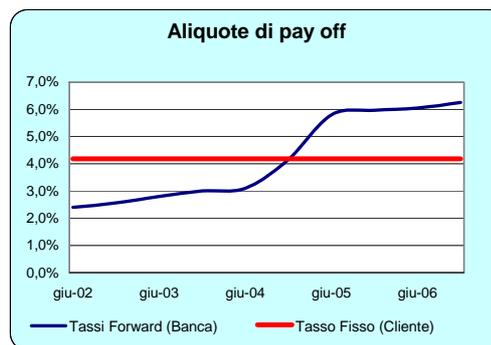
Si consideri, ad esempio, uno *Swap plain vanilla*, con nozionale di €1.000 e durata quinquennale, nel quale il cliente paga il fisso contro il variabile. Con un *mark to market* atteso negativo per l'intermediario, valutando un merito di credito prossimo a BBB, l'intermediario, in presenza di una moderata volatilità e un esiguo rischio di credito, può ritenere *fair* un margine di intermediazione di €3, pari allo 0,3% del nozionale, idoneo a coprire il rischio di credito e i restanti oneri.

Se l'operazione in parola presenta sull'*OTC* un prezzo *bid-ask* di 4,10% / 4,13%, l'intermediario può comprare il tasso variabile pagando il tasso fisso del 4,13%. Di riflesso, applicando al cliente il tasso fisso del 4,18% si assicura la chiusura dell'operazione con il margine di €3 (sul *mid-price* di 4,115%), al lordo del costo di hedging¹⁵.

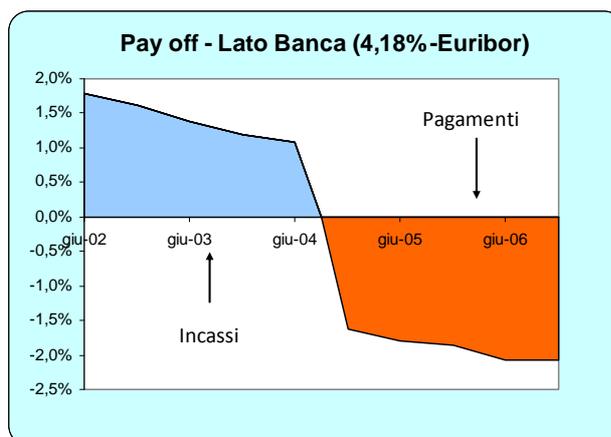
¹⁴ Informandosi ai principi dei modelli *risk neutral*, determinata la curva dei tassi zero Swap, attribuendo a ciascun tasso futuro una distribuzione di probabilità, occorrerebbe valutare i saldi, ponderati con la curva di dispersione, attualizzando con distinti tassi di sconto, quelli a debito dell'operatore da quelli a credito; più precisamente occorrerebbe stimare per ciascuna scadenza la distribuzione probabilistica dei futuri impegni ed applicare a questa i diversi fattori di attualizzazione.

¹⁵ Corrispondente al valore attuale della maggiorazione di 5 punti base annuali sui pagamenti del cliente, rispetto al prezzo *ask* pagato al *market maker* sull'*OTC* (6,5 punti base annuali, rispetto al *fair value*).

Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
		pagamento semestrale
	Cliente paga	4,18%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
	Margine di intermediazione (su nozionale)	0,30%



Con una curva dei tassi fisiologicamente crescente, il *pay-off* risulta per l'intermediario prima positivo e successivamente negativo: di riflesso il *mark to market* atteso risulta sempre negativo, esprimendo per l'intermediario una *liability* e non un *asset*. Non vi è esposizione al rischio di credito, a meno di apprezzabili mutamenti dei tassi, coperti dal parallelo modesto *spread* applicato al tasso del cliente¹⁶.



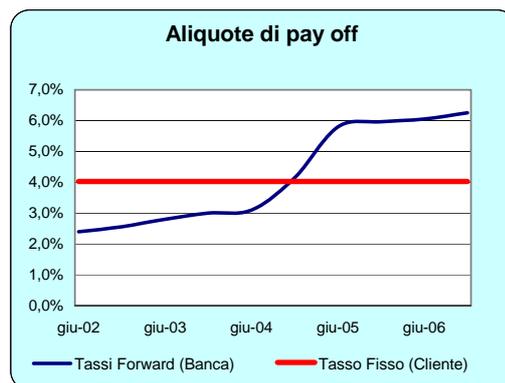
Pay off e Mark to Market - Lato Banca											
Semestri	t ₀	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Pay off atteso	0,0	8,9	8,1	6,9	5,9	5,4	0,2	-8,1	-8,9	-9,3	-10,3
Mark to market	3,0	-5,9	-14,0	-21,1	-27,4	-33,2	-34,0	-26,9	-18,8	-10,0	0,0

¹⁶ A rigore l'operazione configura un impiego del cliente nei primi due anni ed un rimborso negli anni successivi. L'applicazione del tasso di attualizzazione riveniente dalla curva degli zero coupon configurerebbe un impiego ad un tasso riservato ad operatori professionali. L'intermediario nell'operazione con il cliente potrebbe, a questo titolo, riconoscere un minor tasso che si rifletterebbe in un aumento del margine di intermediazione.

Diversa risulterebbe la situazione per impegni capovolti, cioè con il cliente che paga il variabile e l'intermediario che paga il fisso. In questa circostanza vi sarebbe, per l'intermediario, una più significativa assunzione di rischio di controparte, con un impegno del capitale nei primi anni che dovrà necessariamente trovare copertura in un diverso equilibrio dei tassi, che recuperi nello *spread*, aggiunto al tasso cliente o sottratto al tasso banca, il maggior rendimento necessario a coprire il rischio assunto e a remunerare compiutamente il capitale impiegato.

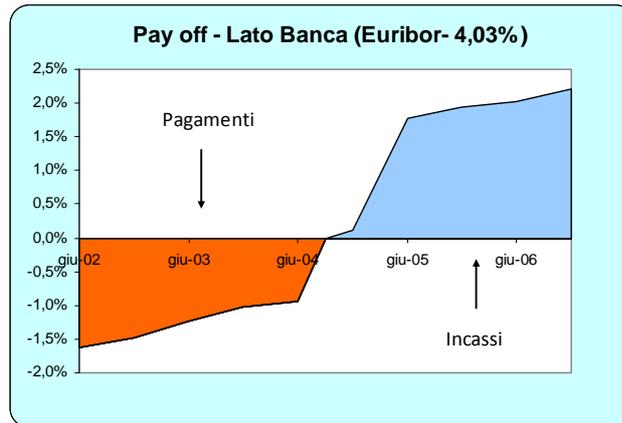
Pagando l'intermediario sull'OTC, sulla scadenza quinquennale, il tasso variabile, contro il fisso del 4,10%, dovrà applicare al proprio cliente un tasso fisso del 4,02% contro il tasso variabile, conseguendo dall'operazione uno *spread* di 0,08% necessario a coprire la maggiore esposizione al rischio nell'operazione. L'intermediario si assicura in tal modo la chiusura dell'operazione con un margine di €4,2¹⁷ (si è stimato, per il cliente, un merito di credito corrispondente all'8%).

Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
		pagamento semestrale
	Cliente paga	tasso Euribor 6M
	Banca paga	4,02%
	Margine di intermediazione (su nozionale)	0,42%



Con una curva dei tassi fisiologicamente crescente, il pay-off risulta per l'intermediario prima negativo e successivamente positivo: di riflesso il *mark to market* atteso risulta sempre positivo, esprimendo per l'intermediario un'*asset* e non una *liability*. Vi è pertanto un'esposizione al rischio di credito, soggetta per giunta ai mutamenti dei tassi.

¹⁷ Corrispondente al valore attuale della maggiorazione di 8 punti base annuali sui pagamenti del cliente, rispetto al prezzo *bid* ricevuto dal *market maker* sull'*OTC* (9,5 punti base annuali, rispetto al *fair value*).



Pay off e Mark to Market (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.
Pay off atteso	0,0	-8,1	-7,3	-6,1	-5,1	-4,6	0,6	8,9	9,7	10,1	11,1
Mark to market	4,0	12,2	19,7	26,1	31,6	36,7	36,9	29,1	20,3	10,8	0,0

Dal *pay-off* si rileva che l'operazione, seppur protesa a cogliere il differenziale atteso, contiene elementi di finanziamento che, salvo variazioni conseguenti alla volatilità dei tassi, si realizzano nel primo periodo, con recupero negli anni successivi.

Infatti il *pay-off* risulta negativo per l'intermediario nei primi cinque semestri, per poi divenire positivo. Di converso, il *mark to market* atteso si presenta costantemente positivo per l'intermediario (*asset*), evidenziando un'esposizione al rischio di credito.

L'operazione non può essere realizzata al valore *par*, né al valore *ask* che l'intermediario può ottenere dalla controparte professionale sull'*OTC*, dovendo scontare nella componente finanziamento dell'operazione lo *spread* ordinariamente applicato alla classe di *rating* nella quale si colloca il cliente. Più propriamente il prezzo applicato al cliente sarà ottenuto impiegando all'esposizione finanziaria, risultante dal *mark to market* atteso, un ordinario tasso di finanziamento (nell'esempio 8%).

A differenza dell'*up-front* che viene pagato al tempo t_0 , nell'operazione di *Swap* in esame si realizzano più finanziamenti ai tempi t_1, t_2, t_3, t_4, t_5 , con rientro alle scadenze successive. A differenza dell'*up-front*, i finanziamenti hanno natura aleatoria: per la copertura del rischio di credito, la situazione non è dissimile dagli

ordinari finanziamenti con erogazioni della banca in più momenti e gradualmente rientri successivi. La particolarità dello *Swap* è la presenza dell'alea che domina il contratto e che può modificare sia gli importi riconosciuti dalla banca sia quelli pagati dal cliente.

L'intermediario, nel valutare l'impegno di capitale e il rischio assunto, adatterà principi analoghi a quelli impiegati nei finanziamenti, coniugando la misura della copertura del rischio di insolvenza con la valutazione del merito di credito del cliente. Chiudendo inizialmente l'operazione con un operatore dell'OTC, residua nel portafoglio dell'intermediario il differenziale fra il tasso *Swap* ricevuto dalla controparte sull'OTC e il tasso pagato al cliente *retail*, che esprime, in buona parte, il margine di intermediazione necessario a detta copertura¹⁸.

I costi di intermediazione, gli oneri e le spettanze dell'intermediario incidono marginalmente e rimangono in buona parte immutati. Il *driver* del margine di intermediazione è costituito principalmente dal rischio di credito e dal connesso impegno del capitale di Vigilanza: tanto maggiori saranno i flussi iniziali, tanto più il prezzo praticato al cliente si discosterà dal *fair value* determinato sul *mid-price* del mercato *OTC* e/o con l'ordinaria metodologia riferita alle curve di mercato.

Nelle operazioni di *Swap* che prevedono inizialmente un *up-front* si amplifica significativamente la componente di finanziamento e, di riflesso, si allontana dal *fair value* la *market quotation* espressa dall'intermediario, dovendo caricare sui flussi a carico del cliente, oltre al rimborso del capitale finanziato, la maggiore copertura del rischio di credito.

Ponendo, ad esempio, pari all'8% il tasso fisso che l'intermediario praticerebbe al cliente per un ordinario finanziamento quinquennale, si può determinare il ricarico che occorrerebbe aggiungere allo *Swap*, per conseguire l'equivalenza finanziaria in presenza di un *up-front*.

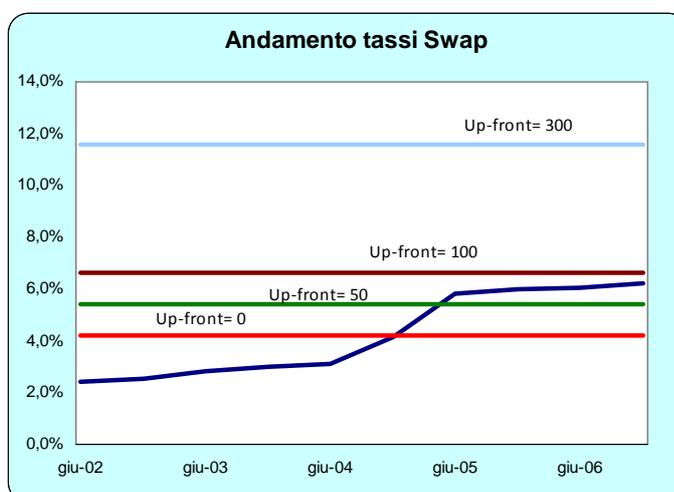
Riprendendo l'esempio mostrato in precedenza e considerando un puro *Swap*, privo di *up-front*, abbiamo visto che si conseguirebbe, per un contratto a cinque anni, di nozionale € 1.000 – a meno del margine di intermediazione dello 0,30% del

¹⁸ Poiché il margine viene a subire l'alea del mercato l'intermediario tenderà a considerare nell'operazione tale aspetto, commisurando lo spread al "rischio naturale" anziché al "rischio neutrale" degli ordinari finanziamenti.

nozionale – un valore fair con un tasso fisso del 4,18% a carico del cliente contro l'Euribor a carico dell'intermediario.

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			
Mispricing base (su nozionale)	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	
Mispricing aggiunto (su nozionale)	-	0,62%	1,25%	3,75%	
Margine di intermediazione (su nozionale)	0,30%	0,92%	1,55%	4,05%	

Nella tabella si è posto a raffronto con detto *Swap*, i differenti tassi che rivengono nel caso sia previsto un *up-front* pari distintamente a €50, €100 e €300. Come si evidenzia nella tabella, per conseguire una remunerazione dell'8% sul finanziamento implicito nell'*up-front*, 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, dovendosi con il tasso recuperare il finanziamento dell'*up-front*, oltre agli interessi corrispondenti al merito di credito del cliente, risulterà tanto più elevata, 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* attesi si può rilevare, nell'esempio riportato, che con un *up-front* di €100, pari al 10% del nozionale, la maggiorazione indotta al tasso *Swap* a carico del cliente conduce ad un flusso di saldi attesi costantemente a debito: la componente riferita al rientro del finanziamento prevale sulla componente pura di *Swap* e l'alea viene a riguardare non più il segno del saldo, ma esclusivamente la misura dell'ammontare a debito del cliente.

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 = 0	0,0	8,9	8,1	6,9	5,9	5,4	0,2	-8,1	-8,9	-9,3	-10,3
Swap con Up front = 50	-59,2	15,1	14,3	13,1	12,1	11,6	6,3	-1,9	-2,8	-3,2	-4,2
Swap con Up front = 100	-115,5	21,2	20,4	19,2	18,2	17,7	12,5	4,2	3,4	3,0	2,0
Swap con Up front = 300	-340,5	45,9	45,1	43,9	42,9	42,4	37,1	28,9	28,1	27,6	26,6

La tabella dei *pay-off* evidenzia inizialmente, al tempo t₀, il finanziamento costituito dalla somma dell'*up-front* e del margine di intermediazione. Successivamente, già per un *up-front* di € 100, i flussi divengono costantemente attivi per la banca, risultando prevalente la componente relativa ai pagamenti del finanziamento, mentre i riflessi più strettamente connessi allo *Swap* risultano marginali. Si viene a configurare uno *Swap* 'zoppo', dove la differenza delle due gambe è sempre positiva per l'intermediario.

Parallelamente il *mark to market* atteso evidenzia l'esposizione (*asset*) dell'intermediario.

Mark to market atteso (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 = 0	3,0	-5,9	-14,0	-21,1	-27,4	-33,2	-34,0	-26,9	-18,8	-10,0	0,0
Swap con Up front = 50	59,2	44,9	31,2	18,6	6,8	-4,7	-11,1	-9,5	-7,0	-4,1	0,0
Swap con Up front = 100	115,5	95,6	76,4	58,3	40,9	23,8	23,8	7,9	4,8	1,9	0,0
Swap con Up front = 300	340,5	298,7	257,4	217,1	177,5	137,8	103,5	77,7	51,9	25,8	0,0

Lo scostamento dal *fair value*, corrispondente al margine di intermediazione, che nel puro *Swap* è pari allo 0,30% del nozionale, lievita notevolmente sino al 4,05% per un *up-front* di €300. Questo è il riflesso finanziario della maggiorazione

apportata al tasso *Swap*: il valore attuale delle maggiorazioni indotte nei flussi finanziari a debito del cliente si esprime nel margine di intermediazione che, calcolato all'inizio, viene contestualmente finanziato, congiuntamente all'*up-front*: la somma di queste due componenti esprime il mark to market dell'operazione di Swap al tempo t_0 .

Ciascuno dei tre contratti *Swap* con *up-front* riportati nell'esempio risulta scomponibile in un finanziamento ordinario quinquennale all'8%, a rata costante, ed un puro *Swap* al 4,18% contro l'Euribor.

Scomposizione Swap					
Finanziamento	Finanziamento pari all' <i>up-front</i>			Durata: 5 anni	
				Pagamento semestrale	
	Importo finanziato	€0	€50	€100	€300
	Tasso	0	8,0%	8,0%	8,0%
	Rata	€0	€6,16	€12,33	€36,99
Swap	Nozionale: €1.000			Durata: 5 anni	
				Pagamento semestrale	
	Cliente paga			4,18%	
	Banca paga			Euribor 3M	
Margine di intermediazione			0,30%		

4. SINTESI E OSSERVAZIONI FINALI.

L'accesso al mercato dei derivati da parte delle imprese nasce dall'esigenza di immunizzare il risultato economico da fattori di rischio finanziario e valutario, estranei al precipuo *core business* dell'impresa stessa. La copertura è per lo più conseguita con l'acquisto di un'opzione o un semplice *Swap plain vanilla*.

Solo imprese di dimensione più grandi e/o maggiormente coinvolte nel mercato internazionale, costituiti i necessari presidi di professionalità, vengono a ricomprendere gradualmente nel *risk management*, oltre alle variabili industriali e di mercato, anche quelle finanziarie e valutarie, nell'obiettivo di una più efficiente e aggressiva presenza sul mercato. L'impiego in derivati consente di non subire passivamente i rischi di mercato: all'immobilismo dell'esposizione si sostituisce una gestione attiva, più accostata ad una visione speculativa che modifica, in funzione

delle aspettative, l'equilibrio dei flussi a scadenza, in una sorta di arbitraggio nel tempo: in una qualificata strategia di medio-lungo termine, costituisce una forma più evoluta di crescita nella stabilità. Disponendo della peculiari professionalità necessarie a colmare le asimmetrie informative, tale forma di gestione può cogliere sinergie fra *Asset e Liability* e liberare gradi di efficienza, travalicando lo iato che tradizionalmente separa il mondo finanziario dal mondo reale.

Il concetto stesso di speculazione va spogliato del pregiudizio che spesso l'accompagna, operando un debito distinguo fra l'attività finanziario-speculativa volta a perseguire, in un quadro prospettico più ampio, un'equilibrata combinazione dei costi e ricavi che accompagnano l'attività imprenditoriale, dall'attività finanziario-speculativa *tout court*, avulsa da un coerente quadro strategico dell'impresa. Uno stesso *Swap*, da un'accorta scelta di gestione degli equilibri finanziario-economici dell'impresa, può passare, attraverso tutti i gradi intermedi, ad un'operazione assimilabile ad una mera scommessa. Solo l'*expertise*, l'organizzazione e le scelte strategiche ne qualificano la natura, la funzione, l'efficacia. Risulta fuorviante ricercare nello contratto stesso le finalità speculative o di copertura: come un tassello, sono l'armonia o la disarmonia che il derivato induce nel generale quadro finanziario dell'operatore a qualificare la natura speculativa o di copertura.

I comportamenti opportunistici, adottati da taluni primari intermediari, hanno provocato uno stato di generale pregiudizio con diffuse contestazioni dalle quali tuttavia trapelano fraintendimenti e *misunderstanding* che trascurano basilari concetti di equilibrio finanziario, di costo del credito, di corretta valutazione del servizio.

Ferme rimanendo le irregolarità e inefficienze del servizio – accertate e denunciate dagli Organi di Vigilanza – appare opportuno distinguere la crusca dalla farina per non incorrere in incongruenze e passaggi logici che non reggono il vaglio di una corretta analisi economico-finanziaria.

Più volte nelle operazioni su derivati *OTC* poste in essere con imprenditori ed Enti locali si è riscontrata un'elevata discrepanza nel *fair value* dello *Swap* e/o nel valore dell'*up-front* riconosciuto dall'intermediario: con improprie argomentazioni logico-finanziarie, il divario rilevato è stato ritenuto iniquo ed illegittimo.

Rilevando sull'*OTC* un costo dell'intermediazione nell'ordine di pochi punti base, l'accertamento di 'commissioni occulte' o 'margini impliciti nel prezzo' che si attestavano, anche per semplici operazioni di *Swap plain vanilla*, in valori talvolta superiori allo 0,20% annuo sul nozionale, hanno ingenerato una indifferenziata proliferazione di contestazioni, intrise di esuberante indignazione, per le modalità occulte di imputare oneri e spese assai discosti dall'effettivo costo del servizio. A ciò ha contribuito la fuorviante presunzione – alimentata da un'infelice definizione a suo tempo fornita dalla Consob – che il prezzo spettante all'operatore *retail* fosse costituito dal *fair value*.

Nessun operatore riceve, anche per ordinari strumenti finanziari del mercato ufficiale, un prezzo *par*, inteso come *fair value*, dove con questo termine si vuol intendere il *mid-price* o il valore risultante dall'applicazione dei modelli matematici usualmente impiegati dagli operatori di mercato. Per buona parte dei derivati *OTC* – a differenza degli strumenti finanziari per i quali il regolamento risulta pressoché immediato, o implicito nel sistema di marginatura – l'impegno bilaterale di credito/debito si protrae nel tempo. Ciò comporta per l'intermediario un rischio di controparte che, in assenza delle forme di collateralizzazione in uso fra operatori professionali, si riflette sul prezzo determinando un significativo scostamento dal *fair value*, commisurato al merito di credito, alla dimensione e durata dell'esposizione finanziaria dell'intermediario, che si aggiunge agli ordinari costi di transazione. Il divario arriva ad ampliarsi significativamente in presenza di un *up-front*.

Nei derivati *OTC* conclusi fra l'intermediario e l'operatore economico, ogni forma di squilibrio temporale dei flussi finanziari attesi, dedotti inizialmente dalla curva dei rendimenti, viene a costituire un'esposizione al rischio di credito, che, alla stregua di ogni altro finanziamento, deve trovare idonea copertura nei tassi impliciti impiegati per la determinazione del prezzo applicato al derivato.

Il *mark up* applicato dall'intermediario, implicito nel *mark to market* iniziale, non costituisce un mero profitto, risultando in buona parte assorbito dalla copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli *Swap*.

Il prezzo *par*, corrispondente al *Fair value*, è solo un valore teorico, un *benchmark* di riferimento, al quale l'intermediario aggiunge – alla stregua di

un'ordinaria operazione – i costi del servizio, costituiti principalmente dalla copertura del rischio di credito, risultando gli oneri di intermediazione, i costi strutturali ed organizzativi, nonché la remunerazione del capitale di vigilanza impiegato, proporzionalmente di entità assai inferiori.

La scarsa trasparenza e l'asimmetria informativa hanno permesso talora di esasperare, oltre ogni misura coerente con il servizio prestato, il margine di intermediazione implicito nella *Market quotation* praticata all'operatore *retail*. Non si possono tuttavia disconoscere i costi impliciti nell'operazione, un'adeguata copertura del rischio di credito, oltre alla necessaria remunerazione del capitale di vigilanza impegnato. La *Market quotation* risulta di riflesso discosta dal *Fair value* ed il divario si amplia apprezzabilmente in presenza di *up-front*.

L'incongruenza, che ha reso oltremodo esosi i derivati collocati presso imprese ed Enti locali, è rinvenibile soprattutto nei termini e modalità di ristrutturazione o rimodulazione (*unwinding*) dei derivati stessi.

Le ripetute ristrutturazioni, intervenute talvolta nell'opacità e inconsapevolezza della spirale ascendente di indebitamento, sono state spesso sospinte oltremisura, sino al limite estremo di fido ed oltre. Nelle rimodulazione dei derivati, i contratti non prevedono lo scomputo nel nuovo derivato di quanto interamente pagato per la copertura del rischio di credito nel precedente contratto. Come in un contratto di assicurazione quinquennale a premio unico, chiuso anticipatamente e ripagato interamente in un nuovo e diverso contratto, la precedente copertura del rischio di credito viene a costituire per l'intermediario un sostanziale '*free lunch*'; una successione di rimodulazioni viene in tal modo a ricreare un fenomeno del tutto analogo all'*active trading*, dove i costi vengono reiterati e cumulati assumendo un'incidenza anomala e sproporzionata, stravolgendo l'equilibrio del contratto.

Se poi il derivato é accompagnato da un *up-front*, aumenta significativamente la misura del rischio di credito, che amplifica il *mark-up* a copertura e con esso i '*free lunch*' che rimangono acquisiti all'intermediario, nel meccanismo di reiterazione. E' quello che è avvenuto, nello scorso decennio, nelle ripetute rimodulazioni dei *Swap* collocati presso imprese ed Enti locali.

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 all'andamento di un'attività sottostante, sul piano giuridico li unisce esclusivamente l'elencazione che degli stessi viene riportata all'art. 1 del T.U.F..

Dall'atipicità del negozio, in assenza di un argine definitivo, è venuto proliferando un variegato coacervo di contratti, per lo più ripresi dall'esperienza anglosassone, aperti alla creatività dell'ingegneria finanziaria nostrana, che si è adoperata per piegarne l'impiego alle esigenze dell'intermediario realizzando palesi arbitraggi disciplinari: sono risultati disattesi significativi presidi di trasparenza e tutela del credito.

Con taluni derivati, in particolare con gli *Swap*, si pone in essere un negozio 'ab intuitu personae', che ne impedisce, di regola, il trasferimento, così che anche il relativo mercato risulta atipico. Il derivato viene a costituire un prodotto finanziario privo di mercato secondario: sull'*OTC* si creano derivati, al più si chiudono con lo stesso operatore, ma non si trasferiscono.

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 disciplinati.

Non si pongono per il derivato taluni 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. 1467c.c.: l'alea connaturata allo strumento finanziario rende immanente il rischio di eccessiva onerosità che può conseguire nel tempo.

Tuttavia diversamente si configurano le circostanze quando il valore negativo del *mark to market* non è ascrivibile al mercato, ma è implicito nelle condizioni dell'operazione in derivati, atte a ricomprendere un diverso equilibrio dei benefici,

ancorché aleatori, per accomunare all'elemento di scambio, il rientro e la remunerazione di un finanziamento, contrattualmente preordinato. 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.

Proprio trascendendo la forma impiegata e cogliendo l'elemento essenziale del contratto, il valore del derivato è stato ricompreso nelle segnalazioni della Centrale dei rischi, nella misura corrispondente, inizialmente e successivamente, al *mark to market* dell'operazione.

Non è 'alieno' al nostro ordinamento l'impiego del negozio indiretto "*che ricorre quando le parti utilizzano una fattispecie negoziale atipica, e la pongono effettivamente in essere, ma per conseguire, oltre agli scopi ad essa propri, anche ulteriori scopi propri di un diverso negozio tipico*". E' singolare, invece, 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 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, bensì viene più semplicemente affiancata da un diverso negozio giuridico. Aumenta il costo – certo e predeterminato nello *spread* aggiunto al tasso – mentre l'alea del contratto rimane immutata. Spesso si confonde il rischio con il costo: coniugando uno *Swap* con un finanziamento, il rischio non aumenta, ad aumentare è il costo.

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. Qualsiasi finanziamento o mutuo usurario può agevolmente essere replicato, ponendo nello stesso una quota della prestazione entro la soglia e relegando in un separato *Swap non par* la componente ulteriore debordante la soglia.

I derivati, nel collocamento curato presso le imprese e gli Enti locali sono spesso risultati connotati dalla presenza dell'*up-front*, una peculiarità inusuale nelle operazioni ordinariamente poste in essere sull'*OTC* fra operatori professionali. Così

come inusuali risultano taluni contratti *Swap* che, agendo sui parametri di riferimento, ne modificano l'alea creando una distribuzione dei flussi attesi sbilanciati, in un senso nel periodo iniziale e nel senso opposto nel periodo a seguire.

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.

Risultando gli aspetti connessi all'*up-front* non strettamente funzionali 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.

Appare funzionale e corretto considerare lo *Swap* con *up-front*, la risultante della combinazione di un finanziamento e di un *Swap par*, tenendo distinta e separata la natura commutativa da quella aleatoria del contratto. Finanziariamente potrà risultare complesso ma, in generale, è sempre possibile operare la scissione della componente aleatoria da quella commutativa, determinando il flusso corrispondente all'*up-front* e, distintamente, quello aleatorio connesso allo *Swap par*. 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.

Roberto Marcelli

