

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

ABI, Forum BANCHE E PA 2012

Gestione delle passività degli enti locali e operatività in
strumenti finanziari

Roma, 23 febbraio 2012

Roberto Marcelli – Presidente ASSOCTU

Sommario

- Il Fair Value e la Market Quotation del derivato
- Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto
- Il Margine di intermediazione e il rischio di credito
- Sintesi e osservazioni finali

Il Fair Value e la Market Quotation del derivato (1/5)

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 valutazioni del *fair value* ed altrettante *market quotation* quanti sono gli intermediari presenti sul mercato.

Il Fair Value e la Market Quotation del derivato (2/5)

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*.

Il Fair Value e la Market Quotation del derivato (3/5)

Per i derivati più complessi, in assenza di una standardizzazione e di un mercato attivo, si riduce la liquidità del prodotto, 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 soggettive. In 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*.

Il Fair Value e la Market Quotation del derivato (4/5)

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.

Il Fair Value e la Market Quotation del derivato (5/5)

Fra operatori professionali, il rischio di controparte viene significativamente mitigato attraverso castelletti di affidamento e collaterali a garanzia, 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.

Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto (1/5)

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 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.

Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto (2/5)

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.

Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto (3/5)

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*.

Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto (4/5)

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*.

Il Margine di intermediazione sui derivati: natura e contenuto (5/5)

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.

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (1/12)

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.

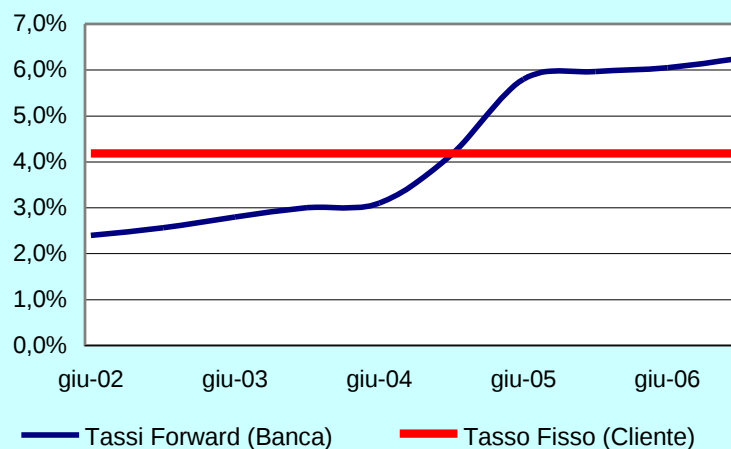
Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (2/12)

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 conseguibile. 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.

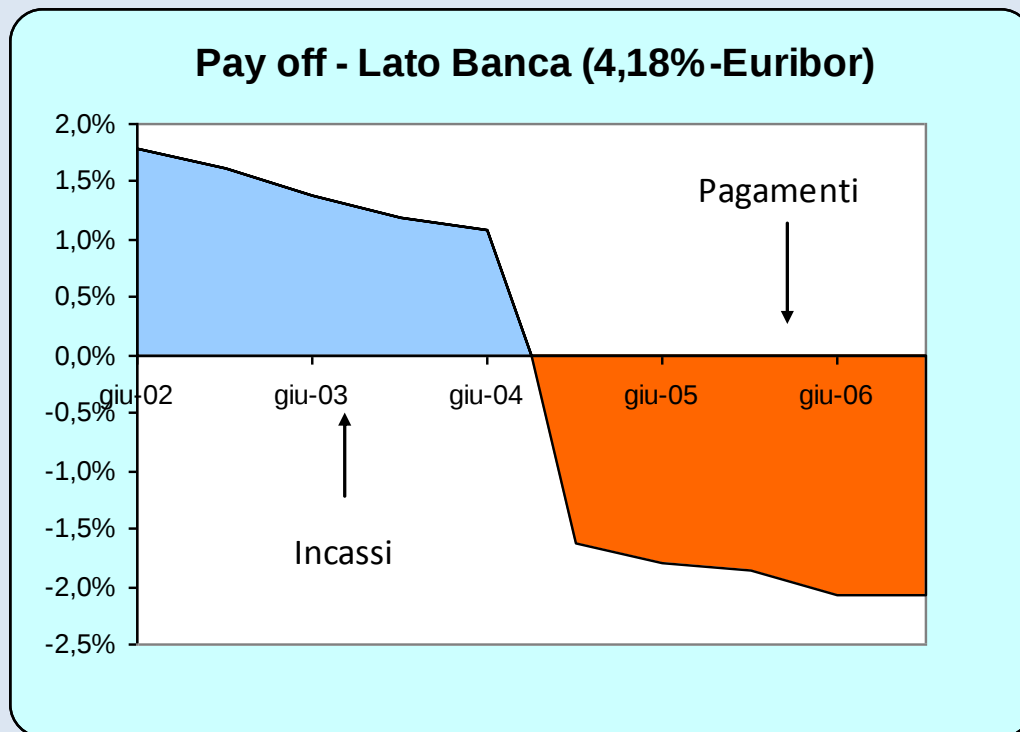
Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (3/12)

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%

Aliquote di pay off



Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (4/12)

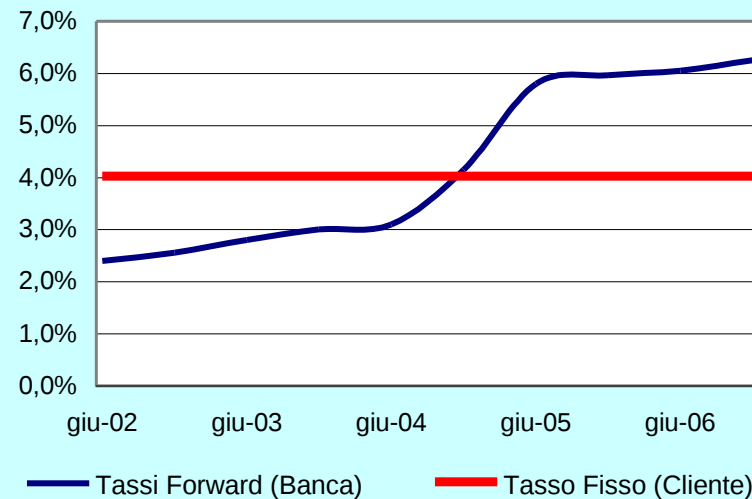


Pay off e Mark to Market - Lato Banca											
Semestri	t ₀	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Pay off atteso	0,0	8,9	8,1	6,9	5,9	5,4	0,2	-8,1	-8,9	-9,3	-10,3
Mark to market	3,0	-5,9	-14,0	-21,1	-27,4	-33,2	-34,0	-26,9	-18,8	-10,0	0,0

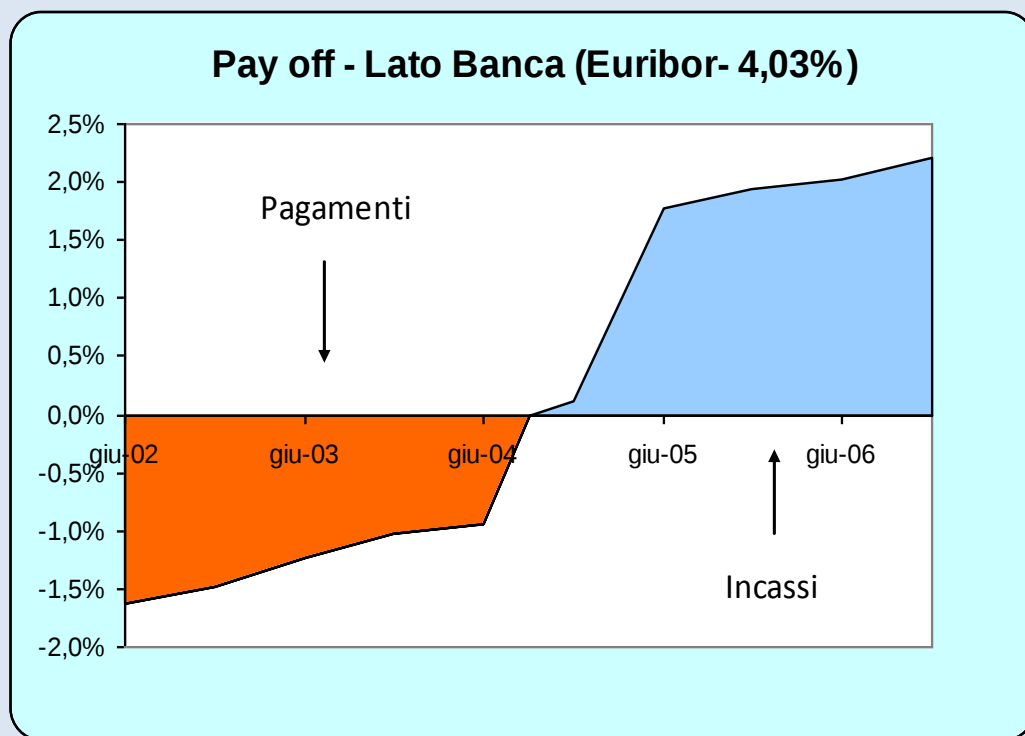
Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (5/12)

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%

Aliquote di pay off



Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (6/12)



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

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (7/12)

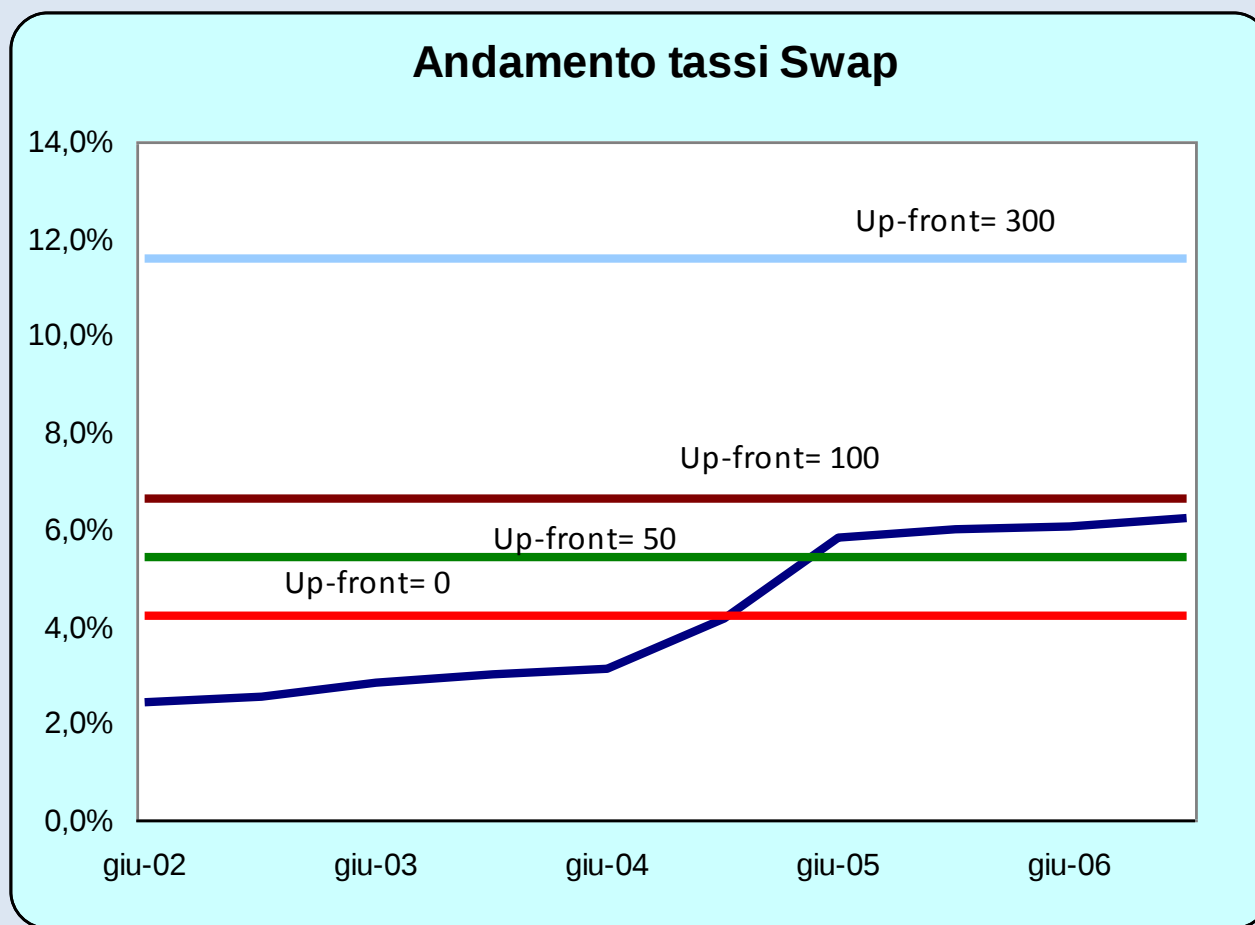
I costi di intermediazione, gli oneri e le spettanze dell'intermediario incidono marginalmente e rimangono in buona parte immutati. Il *driver* del margine di intermediazione è costituito principalmente dal rischio di credito e dal connesso impegno del capitale di Vigilanza: tanto maggiori saranno i 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.

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (8/12)

Swap con up-front					
Swap	Nozionale: € 1.000			Durata: 5 anni	
				Pagamento semestrale	
	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%

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (9/12)



Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (10/12)

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

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (11/12)

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

Il Margine di intermediazione e il rischio di credito (12/12)

Scomposizione Swap				
Finanziamento	Finanziamento pari all'up-front			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%

Sintesi e osservazioni finali (1/4)

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'*expertice*, 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, è l'armonia o disarmonia, che il derivato induce nel generale quadro finanziario dell'operatore, a qualificare la natura speculativa o di copertura.

Sintesi e osservazioni finali (2/4)

Rilevando sull'OTC un costo dell'intermediazione nell'ordine di pochi punti base, l'accertamento di 'commissioni occulte' o 'margini impliciti nel prezzo' che, anche per semplici operazioni di *Swap plain vanilla*, si attestavano in valori talvolta superiore 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*.

Sintesi e osservazioni finali (3/4)

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*.

Sintesi e osservazioni finali (4/4)

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 TUF istituti e rapporti negoziali altrimenti disciplinati.