



STUDIO MARCELLI

Roma 4 febbraio '12

**DERIVATI. MARGINE DI INTERMEDIAZIONE E RIMODULAZIONE: I FREE LUNCH DELL'INTERMEDIARIO.**

Con la *disclosure* prevista nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo '09, il margine di intermediazione relativo ad operazioni su derivati risulta ora evidenziato e dettagliato. Risulta altresì esteso ai derivati OTC il più stringente regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti<sup>1</sup>.

Nell'adeguarsi alle indicazioni della Consob, le prassi che vengono adottando gli intermediari evidenziano, per Swap sufficientemente liquidi:

- i) un costo di transazione, riferito all'operazione di copertura sul mercato all'ingrosso, che si colloca nell'intorno di 2 – 4 punti base annuo 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 *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

---

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

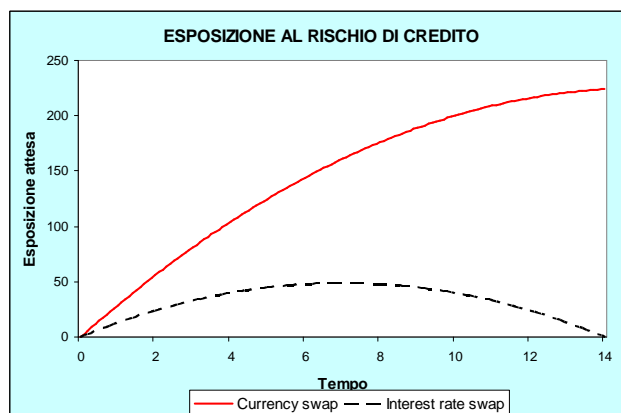
organizzativi e strutturali delle operazioni su derivati O.T.C., gli operatori professionali richiedono uno *spread* sul *fair value (mid-price)* nell'ordine di 1-2 punti base (per un ordinario IRS), il *mark-up* applicato all'operatore *retail* risulta prevalentemente assorbito dalla copertura del rischio.

Si osserva tuttavia che se l'operazione di Swap è una mera copertura e 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 motivazione 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 comporta per l'intermediario alcun significativo nuovo rischio di credito oltre quello già coperto dalla remunerazione del mutuo: al più sul derivato potrebbe venir a mancare la garanzia dell'ipoteca presente nel mutuo e, per il patrimonio di vigilanza, si renderebbe necessaria una distinta 'rischiatura', ma il rilievo economico appare assai modesto. Diversa 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 e i futuri 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 scompensamento temporale dei due flussi (saldi), eventualmente a favore del cliente, corretto per l'alea di mercato.

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 1. Anche considerando, nelle due gambe dello Swap, scompensi temporalmente a favore del cliente, il rapporto ben difficilmente può scendere al di sotto di 70-60 a 1. Ne consegue che un *mark-up* di 15 – 20 punti base per ciascun anno, su un *holding period* quinquennale, corrisponderebbe ad un'obbligazione corporate con spread di ben oltre 1.000 punti percentuali sull'Euribor, quando invece quest'ultima sconta frequentemente uno spread nell'ordine di 300 – 500 punti base

sull'Euribor. Più incidente risulta invece il rischio di credito nei *Currency Swap*, nei quali il nozionale trattato viene effettivamente scambiato alla scadenza<sup>2</sup>.



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 carico 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 nel valore iniziale tutti i flussi futuri di copertura del rischio di credito, un cospicuo beneficio che non trova alcun ritorno nei 'Termini e modalità di rimborso anticipato' previsti contrattualmente. Al contrario, in tale evenienza, oltre *all'hedging*

---

<sup>2</sup> "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).

*cost* necessario ad effettuare l'operazione di ricopertura in luogo di un ristorno per il rischio di credito che viene rimosso, viene previsto un ulteriore addebito, nell'ordine dello 0,20%, per una generica 'attività commerciale'.

I costi di copertura del rischio divengono in tal modo esosi e sproporzionati al servizio: con la chiusura anticipata dell'operazione, si perde completamente quanto pagato per l'intero periodo, risultando replicata sull'eventuale nuova operazione l'intera 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'*.

Considerata l'apprezzabile misura del *mark-up* richiesto all'inizio dell'operazione, poiché le condizioni di risoluzione anticipata non prevedono un equo ristorno dei costi relativi al periodo residuo, imputati inizialmente sul tasso praticato, la chiusura dell'operazione diviene particolarmente onerosa per l'operatore. Ad ogni ristrutturazione dell'operazione, l'intermediario gode di un cospicuo *free lunch*, spesando nell'operazione stessa nuovamente il rischio di credito del cliente.

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 del tutto analogo all'*active trading*, dove i reiterati costi vengono cumulandosi ed assumono un'incidenza anomala e sproporzionata rispetto al risultato finale, riconducendolo più spesso ad una perdita che ad un guadagno<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> "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

Se poi il derivato è accompagnato da un *up-front*, aumenta considerevolmente la misura del rischio di credito, che 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 .

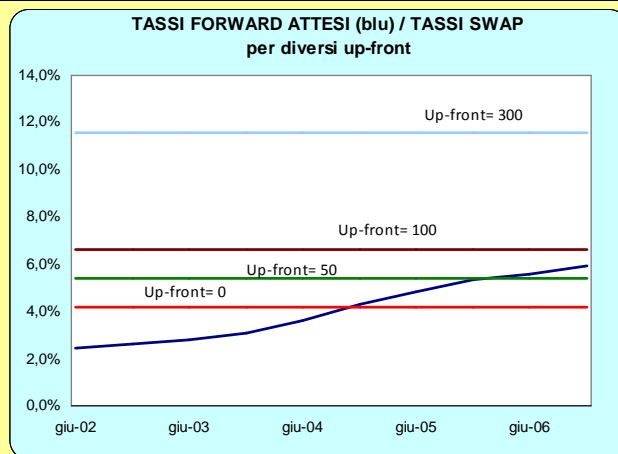
Considerando un puro swap privo di *up-front*, per un contratto a cinque anni, di nozionale € 1.000, con un margine di intermediazione dello 0,20% in ragione d'anno, si avrebbe un tasso fisso del 4,18% (tasso di mercato 3,98%) a carico del cliente, contro l'Euribor a carico dell'intermediario. Nella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

Swap con up-front					
Swap	Nozionale: € 1.000			Durata: 5 anni	
	Up-front	€ 0	€ 50	€ 100	€ 300
	Cliente paga	4,18%	5,41%	6,65%	11,58%
	Banca paga	Euribor 6M	Euribor 6M		
	Mispricing base (su nozionale)	0,91%	0,91%	0,91%	0,91%
	Mispricing aggiunto (su nozionale)	-	0,63%	1,25%	3,76%
	Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%	1,54%	2,17%	4,68%

Misprice base = costo transazione + *mark-up*

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

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).



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

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

Taluni intermediari prevedono 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, appare assai inferiore al costo imputato. Nella menzionata Comunicazione Consob del 2/3/09 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.

Le operazioni di *Interest Rate Swap* spesso interessano nozionali di ragguardevole dimensione: in tali circostanze gli oneri organizzativi hanno un'incidenza modesta, il rischio di credito risulta estremamente ridotto e il *mark-up* sopra riportato marcatamente elevato.

Il ricorso ad un 'grossista' per acquisire al proprio portafoglio uno Swap *plain vanilla* allo 0,01% - 0,02% e per poi cederlo allo 0,20% annuo, a fronte di una

modesta assunzione di rischio, richiama il passaggio dell'ortofrutta dal campo alla tavola.

Non sempre, ma frequentemente, l'intervento 'compositivo' in un derivato diverso dal *plain vanilla*, più che essere sorretto da un'esigenza specifica dell'operatore *retail*, sembra funzionale ad un più 'nebuloso' *fair value* e ad indeterminati costi di costruzione che vanificano ogni accertamento di *best execution*. Le circostanze non sembrano riflettere quelle condizioni di trasparenza, efficienza e concorrenza che possano calmierare i costi posti a carico dell'operatore economico.

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 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 sembra abbiano sciolto compiutamente il rilevante conflitto di interesse che permea i rapporti fra intermediario e operatore economico. Principi di trasparenza, di *best execution* e di equità e correttezza esplicano un presidio di debole efficacia: 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 e gli interessi in gioco e di stabilire un'equa ripartizione fra quanto trattenere per sé e quanto lasciare all'operatore.

Più funzionale e coerente con la distribuzione del servizio nel tempo risulterebbe una formulazione contrattuale che esprima il *mark-up* – senza inglobarlo nel tasso – distribuendolo nel periodo come un costo del servizio, distinto e separato dal tasso swap convenuto in contratto. 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 contratti derivati.

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

Tuttavia diversamente si configurano le circostanze quando la flessione del *mark to market* non è ascrivibile al mercato, ma è implicita nelle condizioni dell'operazione in derivati, atte a ricomprendere un diverso equilibrio dei benefici, ancorché aleatori, per accumunare 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.

L'intermediario valuta di norma il rischio di credito insito nel contratto di *Swap* in termini di spread, alla stregua di un ordinario finanziamento. E' possibile tecnicamente ricostruire, per ogni operazione di *Swap*, l'elemento di finanziamento in esso implicito, sul quale l'intermediario commisura la copertura del rischio di credito. Soprattutto in presenza di un *up-front*, potrebbe essere conseguito un pregnante elemento di trasparenza esplicitando il tasso corrispondente che viene caricato al cliente per l'*up-front*, così da renderlo più facilmente confrontabile con l'analogo rischio di credito caricato sul tasso degli ordinari finanziamenti. Risulterebbe in tal modo anche facilmente riscontrabile il rispetto delle soglie d'usura previste dalla legge 108/96.

E' del tutto equivalente, ad esempio, da un punto di vista finanziario, con un tasso swap del 4,18% su cinque anni, convenire un swap al 7,23% con *up-front* di € 100, oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro swap al tasso di mercato del 4,18%.

Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Up-front: € 100	pagamento semestrale
	Cliente paga	7,23%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
	Mispricing base (su nozionale)	0,91%
	Mispricing aggiunto (su nozionale)	3,91%
Margine di intermediazione (su nozionale)	4,82%	

Scomposizione Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Cliente paga	4,18%
	Banca paga	tasso Euribor 6M
	Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%
Finanziamento	Finanziamento di € 100	durata 5 anni pagamento semestrale
	rata costante pari a € 15,24 (tasso: 17%)	

Attualmente, con una soglia d'usura del 16,89% per i 'finanziamenti alle imprese e alle famiglie', le condizioni prospettate nello swap sopra riportato configurerebbero l'usura.

Appare funzionale e corretto considerare lo Swap con *up-front* la risultante della combinazione di un finanziamento e di uno Swap *par*, tenendo distinta e separata la natura commutativa da quella aleatoria del contratto. Ne consegue di riflesso che non si può prescindere dagli inderogabili principi che presiedono alla formazione del contratto, la necessaria trasparenza delle condizioni di finanziamento e il debito rispetto delle soglie d'usura. 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.

dott. Roberto Marcelli