

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

DI ROBERTO MARCELLI

**Sommario** 1. I derivati esotici. (pag. 1) 2. La convenienza del derivato: principio di adeguatezza economica. (pag. 7) 3. La confusione ingenerata dalla Consob. (pag. 20) 4. Il *Mark up* e il rischio di credito (pag. 26) 5. L'*Up-front*, componente commutativa sottratta all'alea del derivato (pag. 35).

### 1. I DERIVATI ESOTICI.

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>.

Mentre per gli Enti locali la normativa ha circostanziato natura e finalità dei prodotti derivati impiegati, per gli operatori economici in generale gli intermediari hanno potuto dispiegare la più ampia libertà nell'offerta di strutture derivate, tra le più variegata ed esotiche.

I derivati esotici, diversamente da quelli *plain vanilla*, presentano strutture complesse, frequentemente predisposte da appositi uffici centrali all'uopo specializzati. Lo specifico prodotto derivato, a meno di particolari professionalità tecniche, non viene direttamente individuato e richiesto dall'operatore economico, ma viene

---

<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).

creato e proposto dall'intermediario nell'ambito di una consulenza incidentale nella quale il cliente rappresenta le proprie esigenze e sottoscrive le elaborate costruzioni finanziarie, rimettendosi alla professionalità dell'intermediario stesso.

Non vi è un ordine circostanziato del cliente al quale spetta dare seguito con una corretta ed economica esecuzione; vi è un'esigenza finanziaria alla quale l'intermediario risponde con un servizio di consulenza nel quale non può esimersi dall'offrire, fra le variegate soluzioni praticabili, quella più rispondente, sia sul piano della tipologia che dell'economicità.

Il derivato esotico assume un autonomo rilievo normativo: l'art. 1 del T.U.F. lo distingue dai derivati elementari ponendolo in una categoria residuale, riconoscendogli una propria configurazione strutturale che trascende le singole componenti elementari che lo compongono.

Nei derivati esotici, tanto più singolari sono le caratteristiche e gli scostamenti dagli standard di mercato, tanto più opachi ed inaccessibili rimangono i risvolti di copertura e di rischio sottesi al derivato. L'opacità si estende al prezzo, risultando questo determinato spesso, anziché dal mercato, da complessi modelli di calcolo<sup>2</sup>.

La scarsa trasparenza nella determinazione del prezzo risulta segnata dall'assenza di un mercato liquido nel quale si realizzino, fra gli operatori specializzati, fluidi meccanismi di *price discovery* sui parametri e sulle componenti del derivato stesso. La rarefazione degli scambi rende poco consistenti gli stessi modelli di valutazione, inducendo prezzi *bid-ask*, avanzati su richiesta nell'OTC, posti prudenzialmente su livelli più divaricati per coprire compiutamente i rischi stessi del modello.

Alla rete commerciale che interagisce con il cliente rimangono per lo più precluse le informazioni relative ai parametri di riferimento, il valore implicito della componente derivativa e le probabilità dei diversi esiti possibili, non possedendo, di regola, le conoscenze tecniche per apprezzarne i risvolti di valore e di rischio. D'altra parte la valutazione dei derivati è pervasa da un esasperato tecnicismo, schemi teorici,

---

<sup>2</sup> I derivati *plain vanilla* presentano caratteristiche semplici e, sebbene non trattati nei mercati regolamentati, sono scambiati attivamente su un mercato interbancario che viene in tal modo a fissare dei prezzi significativi. Per i derivati più complessi non vi è una quotazione continuativa sull'OTC, bensì la quotazione viene spesso fornita 'su domanda' dell'operatore che ha esigenza di uno specifico prodotto finanziario.

tecniche computazionali e di mercato che travalicano l'ordinaria cultura finanziaria: solo con conoscenze professionali, altamente specialistiche, possono essere approssimati questi prodotti.

Vengono generati strumenti derivati la cui architettura finanziaria risulta impenetrabile ai più avveduti cultori di finanza, posti nelle medesime condizioni di 'ignoranza' di un medico ordinario di fronte a malattie esotiche.

Per il pricing delle opzioni esotiche, che spesso costituiscono la componente complessa del derivato, il modello sistematico e rigoroso individuato da Black, Merton e Scholes, che è loro valso il Premio Nobel, non è sempre applicabile *tout court*, se non ricorre un aderente rispetto delle *boundary conditions*<sup>3</sup>.

Muovendosi in ambiti derivati particolarmente esotici, anche se è talora possibile conservare l'impianto teorico di Black, Merton e Scholes, si rende sovente necessario procedere ad aggiustamenti, 'calibrature' ed implementazioni del modello, pervenendo a valutazioni non scevre da aspetti soggettivi e frutto spesso di approssimazioni<sup>4</sup>. Ai dibattiti accademici sulle metodologie che meglio calzino alle specifiche tipologie, si accompagnano sul mercato approcci diversi di valutazione; l'utilizzo di

---

<sup>3</sup> *“La valutazione delle opzioni esotiche pone però un'inevitabile questione di metodo circa l'opportunità di estendere ad esse, così significativamente diverse dalle plain vanilla, tale modello (Black & Scholes). In ordine alla particolarità di tali derivati non ordinari non esistono modelli di pricing che possono essere qualificati come robusti a priori, indipendentemente cioè dalle condizioni di contorno (boundary conditions) del prodotto finanziario. Si richiede piuttosto l'implementazione di modelli che si adattino alle caratteristiche su cui il prodotto è consegnato.*

*La chiave di lettura per la valutazione delle opzioni esotiche risiede dunque nella singolarità delle specie di esse, in una unicità di strutture in cui si configurano, che si riflette sul diverso grado di leva finanziaria o curvilinearità dei pay offs. La varietà della tipologia di questi derivati, fenomenale proprio perché sviluppatasi su di un arco di tempo relativamente breve, indica la misura della difficoltà nell'assegnare un valore alle esotiche che sia corretto, nel senso che si avvicini il più possibile a quello reale, nel nome di un criterio di sub-ottimalità (data la complessità dei pay offs delle esotiche, spesso la valutazione è frutto di un'approssimazione). “ (V. D'Amato, Pricing di opzioni esotiche: rassegna teorica e strumenti informatici per il pricing, Università degli studi di Salerno, Working Paper 3, 2007).*

<sup>4</sup> Frequentemente i derivati esotici si collocano in una zona di confine, per la quale gli accademici non hanno ancora individuato formule chiuse di determinazione del valore, per una gamma sufficientemente ampia di *boundary conditions*. Per questi prodotti è ineluttabile l'impiego nei modelli di stima di ipotesi soggettive che si riflettono nella determinazione del valore.

modelli proprietari, gelosamente secretati e tutelati, sin'anche di fronte all'autorità giudiziaria, è la risultante dei margini di soggettività impliciti nelle risposte che la scienza accademica viene offrendo, rincorrendo le variegata tipologie di derivati 'alieni' che la fantasia degli ingegneri finanziari partorisce, alimentando un vaso di Pandora che non incontra alcun limite in una norma che – a parte labili riferimenti – non definisce, né circoscrive tali prodotti finanziari<sup>5</sup>.

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 ad un'attività sottostante, sul piano giuridico li unisce esclusivamente l'elencazione che degli stessi viene riportata all'art. 1 del T.U.F.<sup>6</sup>.

Nei derivati esotici l'asimmetria informativa risulta amplificata e i clienti *retail* si configurano come passivi *price-taker*: anche l'eventuale successiva liquidabilità dell'operazione, rimessa alla contropartita dell'intermediario, risulta pervasa da una estrema opacità.

Gli operatori *retail*, oltre ad essere passivi sul prezzo, subiscono altrettanto passivamente le articolate costruzioni standardizzate predisposte dalle officine di ingegneria finanziaria dell'intermediario. Assai stridente appare la natura complessa e standardizzata dei derivati proposti con le offerte '*tailor made*' avanzate alla clientela. In nessun'altra circostanza si riscontra una così sospinta asimmetria informativa, che viene ad estendere la figura del contraente debole sino a ricomprendere un'ampia schiera di piccoli e medi imprenditori: nella circostanza la trasparenza, più e oltre l'informazione, esige la comprensione, unico viatico alla consapevolezza, in una ne-

---

<sup>5</sup> La terminologia di contratti derivati 'alieni' è stata proposta da G. De Nova per quei contratti elaborati sulla base del diritto americano e del diritto inglese, per i quali si pone un problema di compatibilità con le norme imperative italiane, considerando che il fenomeno di tali contratti si estende oltre l'atipicità contrattuale '*perché tra di essi troviamo contratti che possono essere ricondotti a tipi per i quali il diritto italiano detta una disciplina particolare*'.

<sup>6</sup> G. De Nova definisce il contratto derivato quell'elenco riportato nell'art. 1 del T.U.F. e rileva come non si abbia un tipo di contratto ma, piuttosto, una categoria di contratti.

cessaria emancipazione dal consenso informato al consenso consapevole<sup>7</sup>. In particolare i costi impliciti dell'operazione, particolarmente accentuati nei derivati esotici, ancorché legittimamente applicati, se non vengono adeguatamente comunicati e compresi nei loro risvolti sull'esito dell'operazione, inducono una significativa deviazione del processo decisionale del cliente, che non può che condurre all'invalidità del contratto<sup>8</sup>.

Negli ordinari prodotti finanziari ricorre un iniziale esborso che fornisce all'investitore un'immediata e pregnante consapevolezza del rischio assunto: quando quest'ultimo travalica il capitale impiegato, si ricorre al concetto di leva finanziaria per meglio dimensionare il rischio assunto. Nei prodotti derivati, in particolare negli Swap, non vi è alcun esborso di capitale, né a rigori si può parlare di investimento: si assume e si cede rischio senza alcun esborso, a parte le eventuali garanzie, e questo può indurre una minore attenzione e consapevolezza, rimanendo il rischio celato nelle formule e i riflessi economici procrastinati nel tempo.

Dall'esame dei derivati esotici, collocati in maniera diffusa ed indifferenziata da taluni primari intermediari presso imprese di varia estrazione, dimensione e connotazione economico-finanziaria, si trae l'impressione che i preordinati e complessi costrutti, di fatto, più che incontrare le esigenze degli operatori economici, abbiano teso funzionalmente a favorire esigenze di *pricing* e/o di gestione del portafoglio dell'intermediario<sup>9</sup>. E' risultata spesso scarsa la connessione delle elementari, imme-

---

<sup>7</sup> Senza la consapevolezza del cliente, la trasparenza rimane formale e la responsabilità tende a rimanere ascritta all'intermediario. Un enorme pregiudizio si è venuto alimentando nell'ultimo decennio a seguito dei comportamenti opportunistici adottati da primari intermediari nei confronti della clientela: dalla legge bancaria del '36 ad oggi le pagine più oscure appartengono all'ultimo decennio.

<sup>8</sup> Non trascurabili possono risultare i risvolti di natura penale, risultando la truffa (art. 640 c.p.) riconducibile non solo a condotte attive ma anche a condotte solamente omissive: *“integra il reato di truffa contrattuale la condotta del funzionario di banca, il quale, minimizzando i rischi e non rivelando con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente, nella specie vendita di prodotti finanziari atipici c.d. swaps, consapevolmente tragga vantaggio per conto dell'istituto di credito ai fini della vendita medesima dall'inesperienza e dall'ignoranza in materia del compratore”*. (Cassazione penale, sez. III, sentenza 13.11.2009 n° 43347).

<sup>9</sup> *“La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati c.d. uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina ab origine; dal fat-*

diate ed evidenti esigenze dell'ampia schiera di piccole e medie imprese che sono state interessate al fenomeno, con le sofisticate architetture dei derivati proposti dagli intermediari<sup>10</sup>.

Si è assistito frequentemente al collocamento di derivati che, a fronte di guadagni provvisori conseguiti a mezzo di tassi di favore, prevedono per contro la cessione di opzioni esotiche dal rischio a termine di difficile percezione e misurazione.

Quando con i derivati esotici si arriva a cogliere le esigenze dell'operatore economico, spesso la complessità del derivato impiegato presenta una lievitazione dei costi del servizio che solleva ampie perplessità sul piano della convenienza economica e della rispondenza del prodotto finanziario all'esigenza prospettata dall'operatore.

---

*to che si tratta di prodotti di secondo livello che possono essere strutturati in funzione delle specifiche esigenze delle controparti, quanto alla scadenza, alla tipologia del sottostante, alla liquidazione di profitti e perdite etc; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire e proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato (o rinegoziato) in termini geneticamente (o successivamente) alterati in sfavore del cliente.*

*Il conflitto di interesse tra banca e cliente in tema di derivati di secondo livello over the counter sussiste per tutti questi motivi, e sussiste anche quando la stessa banca si trova ad avere in vigore operazioni uguali e contrarie con altri soggetti. Tale eventuale funzionalità si esaurisce a puro livello finanziario, senza assumere alcuna rilevanza a livello civilistico. Anzi, deve notarsi che tale circostanza, peraltro, almeno in linea astratta, fa emergere ulteriori aspetti di conflitto di interesse, potendo, gli istituti di credito usi ad operare in derivati trovarsi nella situazione di dover industriarsi a 'piazzare' prodotti sul mercato solo per esigenze di riposizionamento e, quindi, di propria copertura (su altri derivati), in ipotesi non sempre coincidenti con le necessità di copertura dei clienti.”. (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).*

<sup>10</sup> *“I prodotti, nella fase di ingegnerizzazione, sono risultati quindi confezionati con caratteristiche tali che, prescindendo da specifiche richieste della clientela, erano spesso, di converso, serventi ad esigenze di gestione della tesoreria di UBM. A titolo esemplificativo, questo è emerso dalla lettura della stessa documentazione commerciale realizzata da UBM per il prodotto SUNRISE, in cui viene fatto esplicitamente presente che “l’attuale portafoglio operazioni [di UBM] continua a presentare una forte incidenza di benchmark “Tasso Fisso” che rappresenta ad oggi più del 75% del totale. In questo ambito il Sunrise Swap nella sua componente di “spread product” contribuirebbe a sterilizzare il valore del portafoglio a fronte di una riduzione o stabilità dei tassi d’interesse; [infatti] il mark-to-market si muove, tendenzialmente, in controtendenza con il mark-to-market di operazioni a benchmark IRS, esercitando un effetto “stabilizzante” sul portafoglio complessivo delle operazioni”. (B. Inzitati, Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni, Commento a App. Milano 13 novembre 2008, in il caso.it).*

## 2. LA CONVENIENZA DEL DERIVATO: PRINCIPIO DI ADEGUATEZZA ECONOMICA.

Il derivato comporta dei costi di transazione, organizzazione e gestione, nonché oneri di copertura del rischio di credito e di remunerazione del capitale di vigilanza che potrebbero venir configurati a parte in una *fee* da corrispondere all'atto del contratto, ma che invece, nella prassi adottata dagli intermediari, viene 'caricata' nei termini contrattuali. Di riflesso il flusso aleatorio corrisposto dal cliente viene ad eccedere il flusso previsto a carico dell'intermediario e il prezzo praticato al cliente viene a discostarsi dal *fair value*<sup>11</sup> espresso dal mercato e/o dal modello.

Il prezzo viene posto di regola pari a zero e il margine di intermediazione rimane implicito nel *mispricing* corrispondente all'*up-front* che dovrebbe essere riconosciuto all'operatore economico per rendere *par* il contratto. In tal modo il margine di intermediazione viene implicitamente finanziato dall'intermediario e recuperato gradualmente nell'*holding period* dell'operazione.

L'assenza, in sede di sottoscrizione dell'operazione, di un'esplicita indicazione del margine di intermediazione ha frequentemente ingenerato in passato la convinzione che non vi fosse un costo dell'operazione o che questo assumesse una scarsa rilevanza<sup>12</sup>. L'equivoco può essere stato indotto dalla circostanza che la cessione diretta dal portafoglio dell'intermediario richiama la figura del rapporto diretto fra venditore e acquirente, portatori di opposte esigenze che si incontrano sul prezzo, senza inter-

---

<sup>11</sup> Frequentemente si impiegano indifferentemente i termini *fair value* e *mark to market* per esprimere il valore corretto del derivato. In ambito contabile si distingue più propriamente il *mark to market*, quale espressione del valore ottenuto dal processo di attualizzazione – ai tassi *free risk* - dei flussi attesi, dal *fair value*, individuato più genericamente come “*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*”. Non è di agevole applicazione tale principio contabile se si considera che con gli *Swap*, si pone in essere un negozio ‘*ab intuitus personae*’, che ne impedisce, di regola, il trasferimento. Al derivato si associa un elemento proprio alla natura della controparte che lo ‘soggettivizza’; scema la fungibilità, aspetto imprescindibile del mercato secondario: sull'OTC si creano derivati, al più si chiudono con lo stesso operatore, ma non si trasferiscono. Quando si pone in essere un'operazione derivata di segno opposto con altro operatore, si duplicano elementi soggettivi riferiti al rischio di credito.

<sup>12</sup> “*i derivati erano proposti alla clientela come contratti alla pari, o cosiddetti par, mentre in realtà presentavano un valore di mercato negativo per imprese ed Enti locali*” (Audizione Consob, VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato del 18 marzo '09).

vento di mediatore. Al contrario l'intermediario, ancorché venditore, rimane un mandatario, non è in genere portatore di alcuna esigenza specifica al proprio portafoglio: predispone il derivato idoneo alle esigenze del cliente, caricando sul prezzo il margine di intermediazione che assume spesso una rilevanza significativa<sup>13</sup>.

Tanto più il derivato è esotico e i parametri impiegati si sottraggono alla *price discovery* di un mercato liquido - qualificato in termini di ampiezza della compagine dei partecipanti, nonché spessore e elasticità delle transazioni e dei prezzi - tanto più si ampliano i rischi e di riflesso aumenta, in un atteggiamento prudentiale, il *mispricing* praticato dall'intermediario. In tali circostanze, a prescindere dall'impegno prestatato e dal rischio assunto dall'intermediario, l'incidenza del *mispricing* sull'esito dell'operazione può assumere una dimensione significativa, sino a rendere anti-economica l'operazione stessa.

La proposta di un derivato esotico, la cui architettura richiede costi elevati che vengono ad incidere apprezzabilmente sull'esito dell'operazione, appare disattendere i generali principi di correttezza e adeguatezza, se lo squilibrio delle prestazioni, conseguente al *mispricing*, non viene opportunamente illustrato al cliente e da questo consapevolmente accettato; sempre che esigenze ed obiettivi del cliente non possano trovare migliore soddisfazione in costrutti finanziari più economici.

Non si pone propriamente un problema di congruità con i costi ed oneri a cui va incontro l'intermediario nel comporre il derivato, che per altro divergono da intermediario ad intermediario, in funzione dell'organizzazione, specializzazione e presenza sul mercato. Determinante risulta invece l'equità e convenienza dell'operazione, che residua dopo aver speso tutti i costi resi necessari per costruirla. L'applicazione del criterio dell'adeguatezza economica dell'operazione impone un

---

<sup>13</sup> “*si deve considerare che la banca, nel rapporto con il cliente non ‘vende’, bensì ‘agisce nell’interesse’, in forza di un contratto di investimento – es. negoziazione, gestione – che è sempre riconducibile al genere dei contratti di cooperazione (e di sostituzione). (...) Non siamo dunque mai in presenza di una causa vendendi, bensì siamo in presenza di una causa mandati, sia quando la banca gestisce il portafoglio del cliente (art. 24 TUF), sia quando la banca agisce nell’ambito di una negoziazione dietro specifico ordine del cliente.*” (art. 25 TUF). (D. Maffei, “Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento”, Riv. Diritto privato, n. 3/05).



corretto rapporto delle esigenze e finalità perseguite dall'operatore con i costi di strutturazione del derivato predisposto dall'intermediario<sup>14</sup>.

Si può rilevare che talvolta, con una commissione di intermediazione anche coerente con i costi associati al servizio prestato, si viene a determinare un'incidenza sugli esiti dell'operazione che presenta elementi di pregnante anti-economicità che, se conosciuti dall'operatore, lo indurrebbero a desistere dall'operazione<sup>15</sup>.

Un problema particolare si pone per la scelta del criterio da impiegare per misurare lo squilibrio indotto dai costi impliciti sull'esito dell'operazione.

---

<sup>14</sup> *Qualora l'intermediario offra al cliente uno strumento finanziario a struttura complessa al fine di far fronte a specifiche esigenze (nella specie di copertura dal rischio di oscillazione delle valute), assume rilevanza il dovere di professionalità dell'intermediario che deve curare in modo particolare l'interesse del cliente ad ottenere un prodotto effettivamente adatto alle sue esigenze e che non procuri, invece, effetti negativi o dannosi. Questo dovere di correttezza e diligenza cui l'intermediario è tenuto, trova la propria fonte nell'articolo 21, comma 1, lettera A del TUF, che richiama la diligenza e la correttezza, nonché nella lettera E della stessa norma, la quale fa riferimento alle procedure e risorse volte ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e quindi, in definitiva, alla professionalità. Si tratta di doveri di diligenza e professionalità che scaturiscono dall'articolo 21 del TUF e che, come tali, costituiscono norme imperative di settore ma che, a ben vedere, sono espressione del generale principio di buona fede oggettiva proprio del diritto generale dei contratti, principi sui quali non incide minimamente l'esclusione degli adempimenti previsti dagli articoli 27, 28 e 29 del regolamento Consob 11522/98. La correttezza (o buona fede in senso oggettivo) rappresenta in questo caso un metro di comportamento per i soggetti del rapporto (e di valutazione per il giudice), il cui contenuto non è a priori determinato in quanto necessita di un'opera valutativa di concretizzazione in riferimento agli interessi in gioco e alle caratteristiche del caso specifico e che dovrà essere compiuta alla stregua dei valori riconosciuti dall'ordinamento a livello costituzionale, quali solidarietà sociale, libertà di iniziativa economica e tutela del risparmio. (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).*

<sup>15</sup> *“ A rischio di essere considerato provocatorio (o “ politicamente scorretto ”), mi chiedo fino a qual punto l'enfasi che da anni si pone sull'esigenza dell'informazione dell'investitore corrisponda ad un'effettiva esigenza di tutela del risparmiatore e di efficienza del mercato, sul presupposto che solo la completezza dell'informazione valga davvero a rendere il mercato efficiente, o se il vessillo dell'informazione non si sia viceversa in qualche misura trasformato in poco più che un idolo del foro... il cliente non professionale non solo ha minori capacità di fruirne, ma spesso neppure davvero lo desidera e si affida alla professionalità dell'intermediario proprio perché, pur non disdegnando l'investimento finanziario, ritiene più conveniente (o magari anche solo più piacevole) utilizzare il proprio tempo altrimenti che nello studio dei mercati finanziari.” (RORDORF, La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi, in La distribuzione dei prodotti finanziari, bancari ed assicurativi, Atti del Convegno di inaugurazione del Master universitario di I livello, Bari, 9 novembre 2007, a cura di ANTONUCCI e PARACAMPO, Cacucci, 2008).*

Il *fair value* è un'espressione oltremodo sintetica del valore del prodotto derivato. Il *mispricing*, che discende dalla differenza rispetto al prezzo, è un valore assoluto: non fornisce una completa e trasparente indicazione dell'incidenza sul *pay off* stimato dell'operazione.

D'altra parte riferire il *mispricing* al nozionale dell'operazione non ha alcun senso: un *mispricing* dell'1% del nozionale, ad esempio, assume un rilievo diverso se l'*holding period* si estende su 5 o 10 anni o se il tasso di riferimento è pari all'Euribor o a 2 volte Euribor. Lo swap rimane immutato se si calcola l'Euribor sul nozionale di € 1 mil.ne o si calcola 2 volte l'Euribor sul nozionale di € 0,5 mil.ni (e parallelamente si modifica il tasso dell'altra gamba dello Swap). Il nozionale di riferimento è un importo meramente nominale, non essendo oggetto di alcuno scambio; esprimere il margine di intermediazione in percentuale del nozionale non aggiunge nulla al suo valore assoluto: dire € 50 o il 5% di € 1.000 è la stessa informazione; né dividendo il margine percentuale per il numero di anni del contratto si rimuove l'incongruenza.

Analogamente, anche esprimendo il *mispricing* come *spread*, tasso annuale calcolato sul nozionale, implicito nel flusso dei regolamenti periodici, così come si usa nelle obbligazioni<sup>16</sup>, l'incongruenza permane e l'informazione rimane opaca, risultando sia tale *spread* che il flusso costituito dal differenziale dei tassi riferiti entrambi ad un terzo valore, il nozionale.

Più diretto e significativo risulta il rapporto fra i due ammontari, quello dello *spread* e quello del flusso. La misura della *fee* trattenuta dall'intermediario a ciascuna

---

<sup>16</sup> Non è ovviamente possibile, in maniera deterministica, individuare il flusso dei differenziali dei tassi, tuttavia è possibile stimare il valore atteso del flusso ed impiegare una metodologia prossima a quella impiegata per le obbligazioni strutturate. “*E possibile stimare il valore atteso della differenza fra il rendimento di un'obbligazione strutturata ed il rendimento che la stessa obbligazione avrebbe in assenza di oneri e costi di strutturazione del prodotto (...) per confrontare direttamente il mispricing con lo spread fra il rendimento di un'obbligazione ordinaria e il rendimento del BTP, è necessario distribuire il mispricing delle obbligazioni strutturate lungo l'intera vita del titolo; ad esempio, un mispricing del 2% su un'obbligazione con scadenza a 4 anni equivale, utilizzando un tasso di sconto del 4%, ad un costo annuo di circa 0,55%; tale costo può essere assunto come un'approssimazione, in termini probabilistici di valore medio, della differenza fra il rendimento atteso dell'obbligazione strutturata e quello del BTP, analogamente a quello che esprime, in termini deterministici, lo spread fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso e i rendimenti a scadenza dei titoli di Stato.*” (R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano, Le obbligazioni emesse da banche italiane, Quaderni di finanza, Consob n. 67 luglio 2010).

scadenza<sup>17</sup>, rapportata all'ammontare (in valore assoluto) risultante dal differenziale (lordo o netto<sup>18</sup>), consente di percepire con immediatezza l'incidenza dello squilibrio indotto dal *mispicing*. Si viene in tal modo a 'marcare' – *ex ante* sui flussi attesi, *ex post* sui flussi effettivi – l'assorbimento rispetto ai flussi che sarebbero conseguiti da un'operazione *par*.

L'incidenza sopra descritta viene a costituire un'utile misura che fornisce una immediata percezione e consapevolezza dello squilibrio indotto dal *mispicing* sui flussi del derivato. L'individuazione di tale *fee*, certa e predeterminata, consente per altro di separare e distinguere la componente prettamente commutativa dalla componente propriamente aleatoria.

Così come si usa fare nei giochi e scommesse, l'incidenza assorbita dal servizio sull'esito del processo aleatorio fornisce una misura, non esaustiva ma apprezzabilmente informativa, dell'equità e convenienza del derivato. Se della quota probabilisticamente spettante nel gioco alla roulette il croupier trattenesse una *fee* pari a 1/10 della puntata equa, anziché 1/37, solo pochi prenderebbero parte al gioco, per poco tempo per altro, risultando rapidamente condotti alla rovina dalla ferrea legge dei grandi numeri. In molti si asterrebbero percependo agevolmente l'iniquità del gioco.

Analogamente, l'indicazione della *fee* trattenuta dall'intermediario a ciascuna scadenza, sull'ammontare risultante dal differenziale – quello atteso *ex ante*, quello effettivo *ex post* – consente di percepire con immediatezza l'incidenza dello squilibrio indotto dal *mispicing*.

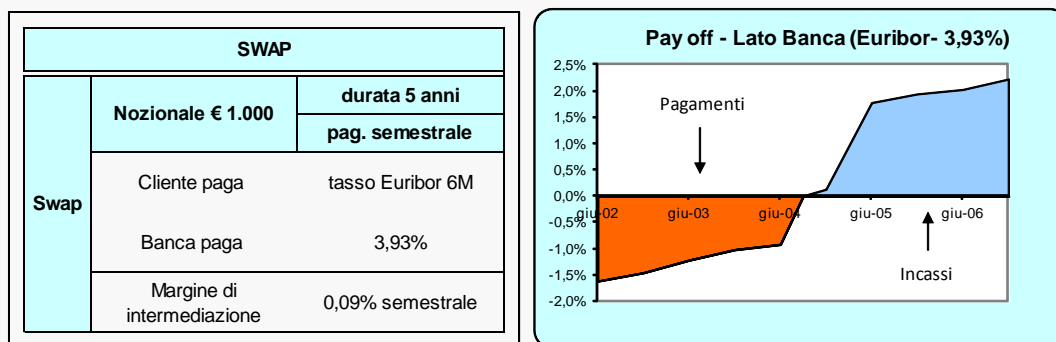
---

<sup>17</sup> L'ipotesi di uno *spread* periodico sul nozionale presuppone una distribuzione uniforme dei costi sulle singole scadenze: il valore attuale dell'importo monetario uniforme (*spread* sul nozionale), caricato sulle singole scadenze (aggiunto ai differenziali a debito, o sottratto ai differenziali a credito del cliente), viene a corrispondere al *mispicing* determinato inizialmente. D'altra parte i costi impliciti nell'operazione non vengono pagati dal cliente inizialmente ma vengono 'caricati' sulle condizioni contrattuali e quindi recuperati gradualmente alle distinte scadenze dello Swap.

<sup>18</sup> Appare più immediato ed intuitivo riferire il *mispicing* al flusso comprensivo delle commissioni, ancorché tecnicamente questo dia luogo ad una tendenziale sottovalutazione dell'incidenza.

Per fare un esempio possiamo considerare uno swap *plain vanilla*, nel quale l'intermediario paga sull'OTC, sulla scadenza quinquennale, il tasso variabile, contro il fisso del 4,11%, e riconosce al proprio cliente il tasso fisso del 3,93% contro il tasso variabile.

L'intermediario consegue dall'operazione uno *spread* di 0,18%, pari, per un nozionale di € 1.000, a € 0,92 semestrali.



In tali circostanze, con una curva dei tassi fisiologicamente crescente, il *pay off* del derivato risulterà per l'intermediario prima negativo e successivamente positivo: inizialmente il saldo comporterà un esborso dell'intermediario che verrà nel proseguo bilanciato dai futuri saldi a credito attesi dall'operazione. Il *mark to market* atteso risulta sempre positivo, esprimendo per l'intermediario un *asset* e non una *liability*, con un'esposizione al rischio di credito, soggetta per giunta ai mutamenti dei tassi. Il margine di intermediazione applicato all'operazione è rivolto a coprire costi, oneri, profitto e, soprattutto il rischio di credito espresso dal derivato.

Dal lato cliente il *pay off* dei flussi attesi, confrontato con il *pay off* di uno Swap *par*, consente di evidenziare il *mispricing* annuo e di valutarne l'incidenza media.

Pay off (lato Cliente)											
Semestri	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.	
Payoff atteso contratto Swap	7,7	6,9	5,7	4,7	4,2	-1,1	-9,3	-10,2	-10,6	-11,6	
Payoff atteso contratto Swap par	8,6	7,8	6,6	5,6	5,1	-0,2	-8,4	-9,3	-9,7	-10,7	<b>Media annua ponderata</b>
Mispricing in ragione d'anno	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	
Incidenza %	12,0%	13,4%	16,3%	19,8%	22,1%	84,0%	9,8%	9,0%	8,7%	7,9%	<b>12,8%</b>

L'incidenza percentuale, calcolata sul valore assoluto del *pay off* atteso, sarà funzione dell'inclinazione della curva dei tassi attesi, intersecata dalla retta del tasso fisso dello Swap. Per un prefissato *mispricing* (0,92 nell'esempio), tanto maggiore è la dispersione dei tassi *forward* intorno al tasso fisso dello Swap, tanto più elevato risulterà il valore assoluto del flusso netto (a credito e a debito) e tanto minore sarà l'incidenza del *mispricing*

stesso; in tale circostanza, all'espressione massima del servizio prestato dal contratto Swap corrisponde, per un pari valore del *mispricing*, un'incidenza minore. Per tassi *forward* attesi prossimi al tasso fisso dello Swap, si sviscerano il significato stesso dello Swap e un pari ammontare di *mispricing* viene ad avere un'incidenza maggiore: salvo casi molto particolari non ha senso pagare costi impliciti elevati per un differenziale atteso modesto.

L'incidenza – nel suo valore medio, ponderato con i flussi attesi (assoluti) nell'*holding period* – viene in buona misura a commisurarsi inversamente con la dispersione dei tassi attesi, fornendo un corretto indicatore dello sbilanciamento dei flussi indotto dal *mispricing*. Se il valore assoluto si presta a valutare il confronto fra derivati, il valore relativo esprime più specificatamente la misura dell'onere indotto nelle prestazioni, attese ed effettive.

Nell'esempio riportato, a tassi Euribor inizialmente più bassi del tasso fisso pagato dalla banca, seguono successivamente tassi Euribor più alti. Il contratto di Swap *plain vanilla* presenta per il cliente un costo implicito medio atteso del 12,8% dei flussi rivenienti dall'operazione, siano essi positivi o negativi. Questa indicazione aggiunge al valore assoluto un'apprezzabile informazione sull'onere indotto dal *mispricing*.

Tuttavia l'incidenza del *mispricing* viene a dipendere dalla volatilità dei tassi nell'intero periodo del contratto, che generalmente solo in parte viene intercettata nei flussi attesi dalla dispersione dei tassi *forward*; con la misura dell'incidenza media sopra espressa si viene a cogliere la dispersione, nell'arco dell'*holding period*, dei tassi *forward* intorno al tasso fisso, non si coglie la volatilità completa dei tassi alle singole scadenze.

Se la volatilità dell'Euribor sull'*holding period* dell'operazione risulta più elevata, un andamento dell'Euribor più favorevole di quello medio atteso è suscettibile più facilmente di compensare il costo sopportato per l'operazione.

Se, al contrario, la volatilità dell'Euribor risulta più bassa rimarrebbe probabilisticamente inferiore l'eventualità di un tasso Euribor atto a compensare il *mispricing* e realizzare un margine positivo.

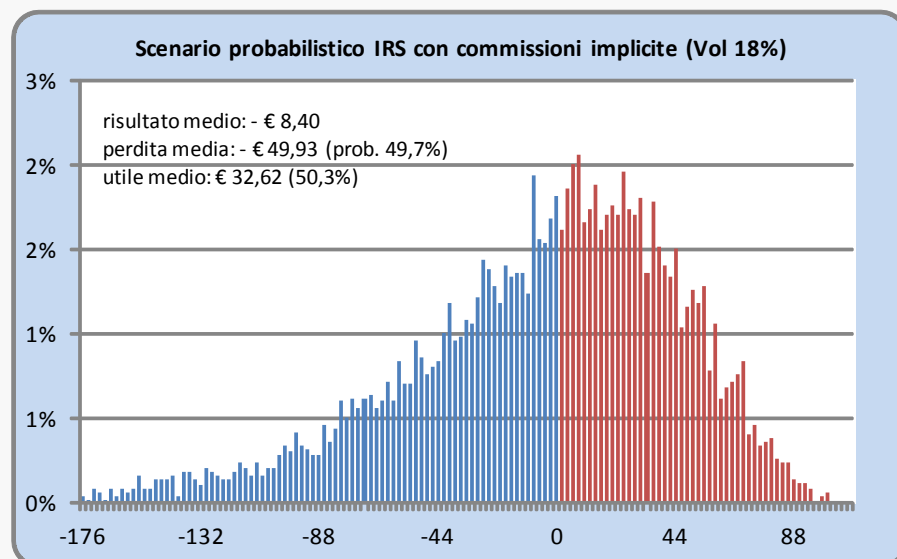
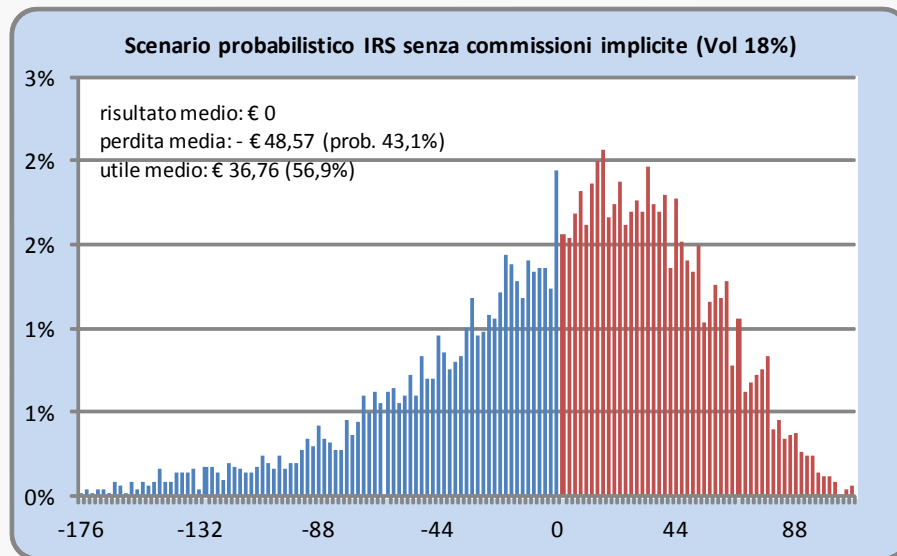
Più complesso e laborioso, ma certamente più esaustivo, risulterebbe l'impiego degli scenari di probabilità.

Gli scenari di probabilità – cioè la distribuzione probabilistica di tutti i possibili esiti dell'operazione – può costituire un debito complemento, soprattutto per quei derivati esotici che presentano rapporti non lineari, con distribuzione del *pay off* caratterizzata da una più accentuata asimmetria<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Gli scenari probabilistici vengono indicati nella Comunicazione Consob del 24/3/09 fra gli indicatori sintetici del profilo di rischio dell'investimento. Tale indicatore è stato scelto per il più agevole approccio di calcolo, ancorché non sia pienamente rispondente ai criteri di *best practice* del *risk management*.

Per l'IRS dell'esempio risulta di immediata evidenza che, se ad esempio la volatilità annua attesa dell'Euribor è del 18%, la presenza di un *mispricing* medio del 12,8% sui flussi attesi induce un moderato spostamento degli equilibri probabilistici, erodendo solo marginalmente le eventualità aleatorie favorevoli al cliente.



I due grafici sopra riportati mostrano la distribuzione di probabilità degli esiti finali (in valore attuale) dell'IRS per una volatilità del 18%. La prima rappresenta il contratto *par*, la seconda rappresenta il contratto non *par* dell'esempio precedentemente descritto. Nell'asse delle ascisse è indicato il *pay off* (valore attuale), che presenta un'apprezzabile dispersione; nell'asse delle ordinate è posta la frequenza che presenta una distribuzione asimmetrica con il lato delle perdite proteso sino a valori prossimi a - € 200.

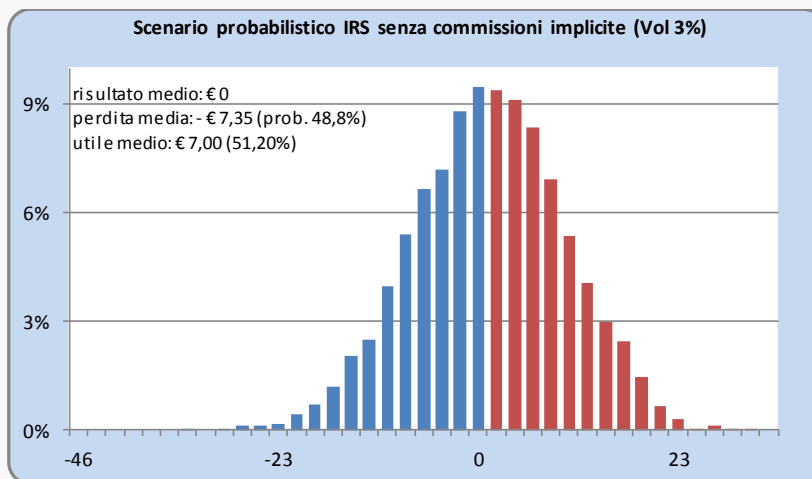
La distribuzione riveniente dagli scenari probabilistici presenta una moderata asimmetria: le due distribuzioni sono identiche, la seconda presenta uno *shift* a sinistra corrispondente a - € 8,40, il valore attuale della perdita mediamente attesa.

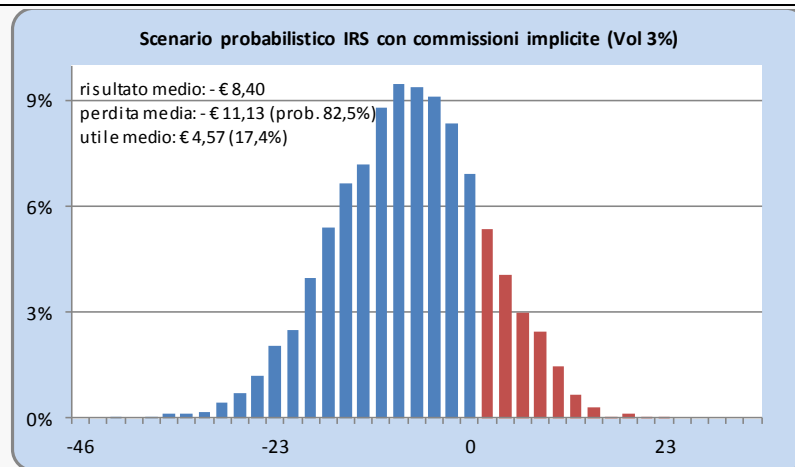
Senza commissioni l'IRS sarebbe *par*, con un risultato medio atteso pari a zero, composto asimmetricamente da una probabilità del 43,1% di conseguire una perdita sino a valori prossimi a - € 200, che in media si attesta a € 48,57, e da una probabilità del 56,9% di conseguire un margine positivo sino a valori prossimi a + € 100, che in media si attesta a € 36,76: il risultato medio ponderato perviene appunto al valore atteso di zero.

Con le commissioni implicite che incidono per il 12,8% sul flusso medio atteso, la distribuzione delle probabilità degli esiti attesi positivi e negativi si modifica moderatamente: le probabilità di perdita salgono al 49,7% per un importo medio di € 49,93 e quelle di guadagno scendono al 50,3% per un importo medio di € 32,62; il baricentro si sposta sul valore medio atteso di - € 8,4, corrispondente al valore attuale del *mispricing* applicato.

Dati questi scenari di probabilità che si prospettano sulla base dei parametri di mercato, l'operatore economico che nutre aspettative di una più incisiva flessione dell'Euribor, confortato dalla significativa volatilità dell'Euribor, può ravvisare una convenienza economica nell'operazione.

Se, al contrario, la volatilità annua attesa dall'Euribor è del 3%, la presenza di un *mispricing* medio del 12,8% sui flussi attesi rende assai poco conveniente l'operazione, inducendo con elevata probabilità una perdita per il cliente, significativamente più elevata dell'eventuale guadagno nel caso di evoluzione favorevole.





Come mostrano i grafici sopra riportati, con una volatilità annuale del 3%, il *pay off* si presenta meno disperso, su una distribuzione di frequenza apprezzabilmente simmetrica.

Senza commissioni l'IRS presenta un risultato medio atteso pari a zero, con probabilità di perdita (48,8%) e guadagno (51,20%) accostate, con un *pay off* moderato, compreso fra circa  $\pm$  € 30.

Con le commissioni implicite del 12,8% sul flusso medio atteso, il baricentro degli esiti positivi e negativi rimane sul valore di - € 8,4 come nell'esempio precedente, ma, risultando più ristretto il *pay off* degli esiti attesi, le probabilità di perdita (82,5%) e guadagno (17,4%) si discostano notevolmente, come pure si amplia il divario relativo fra l'entità della perdita e del guadagno medio, seppur su valori assoluti più moderati del caso precedente.

In queste circostanze non vi sono aspettative ragionevoli che possono far ritenere conveniente l'operazione: la *fee* richiesta assorbe buona parte dei possibili esiti favorevoli e appesantisce apprezzabilmente quelli negativi.

Nel precedente esempio la volatilità era più elevata e il flusso medio atteso poteva subire apprezzabili modifiche: parallelamente anche il rischio di credito assunto dall'intermediario risultava più elevato, giustificando l'entità delle commissioni implicite. Nel secondo esempio la volatilità è assai modesta: le commissioni risultano eccessive e rendono anti-economica l'operazione. Viene offerto un ombrello per la pioggia ad un prezzo pressoché pari all'abito da proteggere.

In linea teorica non sussiste una soglia definita dell'incidenza del *mispricing* oltre la quale si possa ritenere oggettivamente anti-economica un'operazione in derivati, dipendendo questa dalle specifiche aspettative, esigenze e finalità perseguite dall'operatore economico. Tuttavia, per ordinari valori di volatilità, via via che l'incidenza sui flussi attesi viene ad assumere valori percentuali più elevati, sempre



più labili risultano i margini di aspettative che possano escludere una valutazione anti-economica.

In tali circostanze insorgono pregnanti problemi sia sul piano dell'adeguatezza economia alle finalità perseguite dall'operazione sia su quello dell'informazione.

I doveri di diligenza e correttezza – prima ancora della trasparenza e informazione – impongono all'intermediario di proporre strumenti finanziari che, al netto del margine ad esso riconosciuto, risultino adeguati alle esigenze del cliente. Tale nozione di "adeguatezza" discende direttamente dagli obblighi prescritti dal citato articolo 21 del T.U.F., distinguendosi dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore prevista dall'art. 29 del reg. Consob (Cfr. Tribunale di Milano, 23 marzo 2012).

Nel concetto di adeguatezza è implicata la misura del *mispicing* e, se la sua incidenza sui risultati dell'operazione diviene un elemento di apprezzabile rilievo, una corretta informazione in merito non può essere sottratta al cliente nel processo decisionale che presiede l'operazione.

Soprattutto nei casi in cui il *mispicing* è suscettibile di modificare significativamente gli equilibri dell'operazione, l'intermediario non può esimersi dall'indicare compiutamente l'ammontare delle commissioni implicite, a prescindere dalla circostanza che queste trovino una corretta giustificazione nella complessità e professionalità del servizio prestato. Tanto maggiore è l'asimmetria informativa e professionale, tanto più ampia dovrà essere l'informazione, sull'operazione e sui costi necessari alla sua realizzazione, e tanto più accurata dovrà risultare la consulenza incidentale prestata dall'intermediario, al fine di rendere il cliente non solo edotto, ma pienamente consapevole dei risvolti indotti dai costi sui possibili esiti economici dell'operazione.

Questi aspetti assumono una particolare pregnanza nei derivati esotici nei quali il rischio di mercato e il rischio di modello, congiuntamente agli altri fattori di costo del servizio, sono suscettibili di far lievitare apprezzabilmente il *mispicing* implicito nel derivato stesso. In tali operazioni la frequente presenza di rapporti non lineari non consente di cogliere agevolmente né la variabilità né la rilevanza dei potenziali esiti<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Per prodotti finanziari elementari, un approccio deterministico può risultare sufficiente: per un BTP a breve scadenza, prezzo e rendimento coprono compiutamente le informazioni necessarie ad una scelta consapevole; per prodotti più sofisticati un approccio deterministico,

Tanto più asimmetrica risulta la distribuzione degli esiti finali, tanto meno intuitiva ed immediata risulterà l'incidenza del margine di intermediazione sui flussi attesi.

La trasparenza dell'informazione comporta, oltre alla completezza, l'adeguatezza al profilo culturale e professionale del cliente. La misura dello squilibrio esercitato dal *mispicing* sugli esiti dell'impiego finanziario – espressa dal rapporto fra la *fee* e il saldo periodico – risulta di più agevole fruizione ed è suscettibile di ridurre l'asimmetria informativa che si riscontra quando l'intermediario progetta il derivato, lo realizza in forma 'semi-standardizzata' e lo propone all'operatore economico che, in buona misura, lo subisce, facendo affidamento sulla consulenza prestata dall'intermediario stesso.

Le operazioni di swap vengono predisposte su uno specifico *holding period*: risultando i costi di intermediazione misurati in rapporto all'intero periodo e 'caricati' sulle condizioni dell'operazione, ad ogni rimodulazione l'onere delle precedenti commissioni si cumula con le nuove, aggravando inevitabilmente l'incidenza sul flusso periodico residuo. Al vecchio debito se ne sostituisce uno nuovo che, anche se più favorevole nelle condizioni, genera costi che possono facilmente vanificare la convenienza dell'operazione. Con gli apprezzabili livelli commissionali praticati dagli intermediari è pressoché inevitabile lo squilibrio delle prestazioni e la rapida lievitazione a condizioni di eccessiva onerosità.

E' oltremodo evidente che la misura e l'incidenza dei costi impliciti costituiscono un fondamentale elemento di valutazione che non può essere celato al cliente.

Per le operazioni derivate, quando effettuate per conto proprio dall'intermediario, l'art. 32 del precedente Regolamento Consob n. 11522/98 prescriveva che il prezzo fosse comprensivo delle commissioni (... *sul prezzo non possono*

---

prezzo e rendimento, presenta una scarsa informazione se la *performance* osservata *ex post* può probabilisticamente discostarsi dalla stima effettuata *ex ante*. In tali circostanze il valore medio atteso va opportunamente integrato da un idoneo indice di variabilità che integri l'informazione nel passaggio da un modello deterministico ad un modello probabilistico. Già nel passaggio da un titolo *free risk* a tasso fisso ad un titolo *free risk* a tasso variabile la *performance* osservata *ex post* si disperde intorno al valore medio atteso: per una modesta dispersione il rendimento medio atteso conserva pressoché integro un esaustivo valore informativo. Ampliandosi la dispersione, tanto più questa assume forme asimmetriche e singolari, tanto più si svilisce il portato informativo del valore stimato *ex ante*, sino a costituire il simulacro informativo dei polli di Trilussa nel caso dell'opzione digitale.

*applicare alcuna commissione*). Ciò ha costituito una ‘smagliatura’ della specifica norma regolamentare, che è stata più recentemente rimossa. Considerata la complessità dei derivati esotici, dottrina e giurisprudenza ritengono tuttavia che principi di trasparenza e diligenza, previsti dall’art. 21 del T.U.F. e dall’art. 26 del Regolamento, imponessero comunque all’intermediario di informare il cliente sugli effettivi costi dell’operazione ( ... *e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*), soprattutto se questi risultavano di importo rilevante, atto a modificare sostanzialmente la convenienza dell’operazione, tanto più in presenza di un operatore non qualificato<sup>21</sup>. Il rispetto dei menzionati articoli rivestono un carattere imperativo, in quanto dettati non solo nell’interesse del singolo cliente ma anche nell’interesse generale all’integrità dei mercati finanziari.

---

<sup>21</sup> “*Tutto ciò premesso il collegio rileva che l’art. 31 comma 1 reg. int. prevede espressamente, per quello che qui interessa, la non cogenza applicativa dei precedenti artt. 27, 28 e 29. Non concede invece la facoltà di non applicare l’art. 26 del medesimo regolamento, e (naturalmente) neanche la facoltà di non applicare l’art. 21 TUF. L’art. 21 TUF, già come era in vigore all’epoca dei fatti, dettava una serie di principi generali che, nonostante la qualità di operatore qualificato di XXX, dovevano improntare i reciproci rapporti tra le parti, ed in particolare l’operato dell’intermediario, ed altrettanto dicasi con riguardo all’art 26 del regolamento intermediari, mentre le successive norme di cui agli artt. 27, 28 e 29 reg. Int. dettano semplicemente una serie di ulteriori obblighi comportamentali dell’intermediario finanziario.*” (Corte d’Appello di Milano, 19/4/2011).

“*La condotta truffaldina rileva in senso commissivo, qualora vi sia la dolosa produzione e rappresentazione alla controparte di circostanze false ed artificiose, in modo da determinarla a stipulare. In senso omissivo quando il malizioso silenzio sia connesso ad obbligo di comunicazione delle circostanze stesse. (...) Ci sembra che in linea teorica il principio della buona fede in sede precontrattuale e contrattuale, nonché gli oneri informativi, che oggi sono fortemente tipizzati a carico degli intermediari, possano far concludere che la mancata esplicitazione delle commissioni implicite possa determinare uno degli elementi della condotta di truffa contrattuale. Non si tratta tanto dell’obbligo, in sé non esigibile, anche per la parte professionalmente più attrezzata, di esplicitare la propria ‘scienza’ (acquisita con i relativi costi) che permette una valutazione di aspettativa di profitto, a danno di controparte, quanto dell’obbligo di prospettare una struttura di costi che ‘può’ emergere dal profilo contrattuale e che deve essere conosciuta da controparte, per il suo corretto processo decisionale.*” (G. Mussari, D. Monti, A. Micoli, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari*, Nuova Giuridica, 2011).

### 3. LA CONFUSIONE INGNERATA DALLA CONSOB.

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

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

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

Quanto riportato nella Delibera Consob e ribadito dal proprio Direttore Generale non è propriamente corretto ed ha dato luogo ad un diffuso *misleading* nel quale continuano ad incorrere operatori, avvocati e giudici. In una recente ordinanza del Tribunale di Orvieto (12/04/12) – proprio richiamando il menzionato intervento del Direttore Generale della Consob – dal valore non *par* di taluni derivati si è ravvisato il *fumus boni juris* per uno squilibrio genetico tra le posizioni dei contraenti, destinato a risolversi in una mancanza della causa concreta del contratto di swap, sanzionato con la nullità del contratto medesimo<sup>22</sup>. Più equilibrato e condivisibile appare quanto

---

<sup>22</sup> Cfr. anche Tribunale di Pescara, S. Ursileo, n. 1241 del 3 ottobre '12. Più circostanziata appare la successiva sentenza del Tribunale Pescara, 24 ottobre 2012 - Pres. Bozza - Est. Rossana Villani, in *ilcaso.it*, la quale ha previsto: *“Nell'ambito dei contratti di swap, il paga-*

stabilito dal Tribunale di Udine 1 luglio '11 (il caso.it): *”La previsione contrattuale di commissioni implicite (rappresentate dal margine lordo dell'operazione a favore della banca, derivante dall'applicazione al cliente di condizioni contrattuali meno favorevoli di quelle che la banca spunta sul mercato per ricoprire con operazioni di segno contrario il rischio finanziario assunto in rapporto all'operazione posta in essere con l'impresa cliente, che remunera anche il rischio creditizio - o di controparte - che la banca assume nei confronti della stessa, oltre ai veri e propri costi operativi) non determina necessariamente la patologia dell'operazione a danno del cliente, ma può essere valutata come segno di carenza di trasparenza nel comportamento dell'intermediario, valutabile nel contesto della mancanza di adeguatezza”*.

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

Occorre chiarire che il *fair value* non è un prezzo, bensì un valore che assume la funzione di *benchmark* per la determinazione del prezzo praticato. In generale per ogni strumento finanziario nessun partecipante al mercato riceve un prezzo *par*: sul mercato non vi sono *free lunch*, ad un prezzo corrispondente al *fair value* non ha luogo nessuna transazione<sup>23</sup>. 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.

---

*mento di commissioni volte a remunerare il servizio offerto dall'intermediario deve essere espressamente pattuito in quanto si tratta di oneri che non trovano giustificazione in relazione allo strumento contrattuale di un negozio aleatorio di scambio, a base commutativa, la cui causa è configurabile nello scambio di pagamenti assunti con due parametri differenti, nell'ambito del quale è previsto il meccanismo dell'up front in favore della parte onerata dell'IRS non par, quale indice di rischiosità del prodotto ed anche il corrispettivo da pagare per uscire dal contratto. In tale contesto, non vi è spazio per il riconoscimento di un lucro costituito dalla differenza del MTM di stipula del nuovo contratto al netto del MTM di estinzione del contratto rinegoziato.”*

<sup>23</sup> “Typically, at the inception of the swap, no money changes hands between the dealer and the counterparty: Dealers incorporate these cost adjustments into the fixed swap rate, which will be higher (lower) than the mid-market rate for a fixed-rate payer (receiver). As a result, the net present value of the swap at inception will not be zero. It will be positive for the dealer, and negative for the swap counterparty.” (M. De Santis, Nera Economic Consulting, 2 marzo 2011).

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

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

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

Fra controparti professionali, il rischio di controparte viene significativamente mitigato attraverso castelletti di affidamento e/o collaterali a garanzia<sup>24</sup>, che consentono di mantenere assai moderato lo *spread bid-ask*. Al contrario, nelle transazioni fra intermediario e operatore economico il rischio di controparte si riverbera in una maggiorazione del margine di intermediazione, tanto più ampia quanto minore è il merito di credito dell'operatore economico e più esteso il periodo interessato dai flussi finanziari. In altri termini, presentando il cliente *retail* di norma un merito di credito in-

---

<sup>24</sup> 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.

feriore all'operatore professionale, in assenza altresì di collaterali a garanzia, la curva dei rendimenti da impiegare per i fattori di attualizzazione dei flussi futuri non potrà essere quella prossima al *free risk* (AA) ordinariamente impiegata per la determinazione del *fair value*, ma dovrà corrispondere a quella coerente con il merito di credito del cliente *retail*: lo *spread* aggiunto alla curva *free risk* non costituisce un profitto per l'intermediario, dovendo ricomprendere, tra l'altro, la necessaria copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli swap.

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

La circostanza che tale margine non sia stato in passato separatamente indicato ha alimentato per un verso comportamenti opportunistici da parte di taluni intermediari, per l'altro ha ingenerato interpretazioni distorte, fondate sull'assunto che il prezzo spettante all'operatore economico fosse espresso dal *fair value*<sup>25</sup>.

Partendo dal *fair value*, assunto come *benchmark* di riferimento, l'intermediario costruisce la *market quotation* specifica dell'operatore *retail*, caricando il margine di intermediazione, costituito principalmente dalla copertura del rischio di credito: gli

---

<sup>25</sup> “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”.

oneri di intermediazione, i costi strutturali ed organizzativi, nonché il profitto dell'operazione, di norma assumono un rilievo proporzionalmente assai inferiore. E' fisiologico pertanto che il valore del derivato OTC trattato con un operatore *retail*, scontando nel margine di intermediazione gli oneri e i costi sopra indicati, risulti *non par*.

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

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

Si ritiene tuttavia che il *mark-up* costituisca una valutazione propria all'intermediario e alla politica aziendale perseguita, che si colloca in un ambito discrezionale scarsamente sindacabile<sup>26</sup>. Diversa è la valutazione dell'adeguatezza

---

<sup>26</sup> Non si condividono i criteri impiegati in talune perizie riguardanti imprese ed Enti locali, nelle quali l'analisi del CTU è rivolta ad accertare la congruità dei costi costituenti il *mispri-cing* dell'operazione, mentre viene trascurata ogni valutazione della rilevanza, sull'esito dell'operazione, dei costi impliciti rimasti occultati nel prezzo; questo è l'aspetto pregnante che, fatto oggetto di una piena *disclosure*, fornisce la misura della deviazione indotta nella valutazione del derivato.

Si fa riferimento ai contenziosi come quello in essere fra la Provincia di Pisa e Dexia Crediop S.p.A. nel quale il compito consulenziale affidato al CTU, dott. R. Angeletti, dirigente della Banca d'Italia, più che l'equità dei costi impliciti applicati all'operazione, mirava a chiarire la



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

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

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

---

*“contestazione di una circostanza di fatto (l'ignoranza incolpevole dell'amministrazione in ordine ai costi impliciti dell'operazione), volta a giustificare l'impossibilità dell'amministrazione provinciale di verificare non già (e non solo) la sussistenza del costo implicito in sé, quanto piuttosto l'insufficiente apprezzamento della situazione economico-finanziaria discendente dalla complessiva operazione di ristrutturazione del debito ed in particolare l'erroneo ed insufficiente apprezzamento incolpevole della convenienza economica che sola poteva giustificare l'intera operazione di ristrutturazione'. (...) In definitiva il potere di autotutela culminato nella ricordata determinazione dirigenziale non è stato esercitato per sottrarsi puramente e semplicemente ad un contratto economicamente squilibrato, quanto piuttosto a causa della mancata corretta valutazione della convenienza economica che legittimava l'operazione di ristrutturazione del debito, ai sensi dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, e che, come tale, non rientra nella 'causa' del contratto swap, costituendone piuttosto il presupposto logico-giuridico.” (Consiglio di Stato, Sez. V, n. 5032 del 7 settembre 2011).*

#### 4. IL MARK UP E IL RISCHIO DI CREDITO.

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

- i) un costo di transazione, riferito all'operazione di copertura sul mercato all'ingrosso, che si colloca nell'intorno di 2-4 punti base annui del nozionale, per ciascuna transazione che compone il derivato;
- ii) un *mark-up* – che ricomprende, oltre al margine di profitto, i fattori di costo e di rischio sopportati dall'intermediario – commisurato, per ciascun anno di durata dell'operazione, a 15-20 punti base del nozionale.

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

Il *mark-up*, che l'intermediario applica al prezzo ricevuto sull'O.T.C., è costituito in prevalenza dal rischio di credito, pressoché assente nella transazione con la controparte sull'O.T.C. (in presenza di collateralità a garanzia), ed invece presente con l'operatore *retail*. Considerato che sul mercato all'ingrosso, per i costi organizzativi e strutturali delle operazioni su derivati O.T.C., gli operatori professionali richiedono uno *spread* sul *fair value (mid-price)* nell'ordine di 1-2 punti base (per un ordinario IRS), il *mark-up* applicato all'operatore *retail* risulta prevalentemente assorbito dalla copertura del rischio di credito<sup>27</sup>. L'intermediario potrebbe accompagnare quest'ultima operazione con una copertura *back-to-back* sull'OTC, stipulando un contratto eguale e contrario e rimarrebbe a suo carico esclusivamente il rischio di credito.

Si osserva tuttavia che se l'operazione di Swap è una mera copertura o gestione del rischio di tasso, connessa ad un finanziamento in essere presso lo stesso intermediario, non si crea alcun significativo nuovo rischio di credito e il *mark-up* ha una

---

<sup>27</sup> “For plain vanilla interest rate swaps, bid and ask rates are widely reported, dealers are numerous, and they compete for business. Bid-ask spreads in these markets tend to be low, on the order of 3-4 basis points (100 basis points equal 1%), indicating relatively high liquidity and low profit margins, both signs of competitive market. Market prices are therefore good indicators of fair value for most plain vanilla swaps between counterparties with good credit (AA or higher, more on this below)”. (M. De Santis, Nera Economic Consulting, 2 marzo 2011).

giustificazione assai labile. Se, ad esempio, l'operatore ha contratto con l'intermediario un mutuo decennale indicizzato all'Euribor, un'operazione di Interest Rate Swap che muti il tasso, da variabile a fisso, non 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 di tali aspetti appare assai modesto e va comunque valutato congiuntamente al temperamento di rischio indotto dal derivato stesso sull'intera esposizione del cliente. Diversa invece risulta la situazione se le due operazioni sono effettuate con intermediari differenti.

Occorre poi osservare che per l'intermediario il rischio di credito nello Swap è marcatamente inferiore a quello affrontato in un finanziamento: mentre in quest'ultimo il rischio interessa sia il capitale a rimborso che gli interessi periodici, nello Swap il rischio di credito interessa solo il differenziale dei flussi. Per un Interest Rate Swap *par*, i flussi attesi, a debito e a credito, presentano un pari valore attuale e l'esposizione al rischio dell'intermediario si riduce esclusivamente al contingente scompensato temporale dei due flussi (saldi) eventualmente a favore del cliente, corretto per l'alea di mercato; risultando il margine di intermediazione calcolato alla stregua di un *up-front* finanziato dall'intermediario e recuperato gradualmente nel tempo, non è infrequente che rappresenti esso stesso la parte prevalente del rischio di credito<sup>28</sup>.

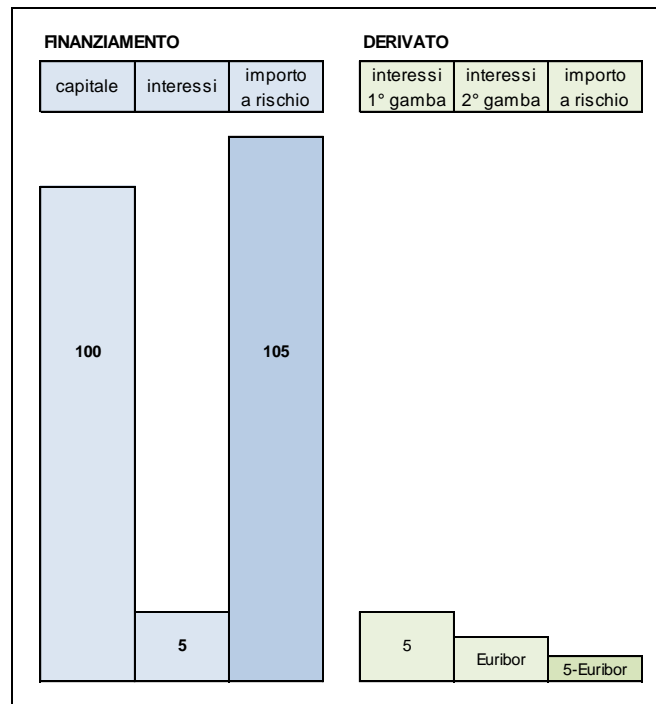
Il rapporto del rischio di credito fra un finanziamento o un'obbligazione di nominali 100 Euro e un IRS *plain vanilla* di pari nozionale viene valutato nell'intorno di 100 a 1<sup>29</sup>. Nel finanziamento il rischio si ragguaglia alla somma del capitale e delle

---

<sup>28</sup> Per altro il margine di intermediazione è per lo più costituito da oneri e costi distribuiti nel corso dell'*holding period*, che vengono attualizzati per poi essere finanziati caricandoli del rischio di credito.

<sup>29</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 be-*

cedole, nello Swap il rischio si ragguaglia alla somma algebrica delle differenze a debito e a credito dei due tassi.

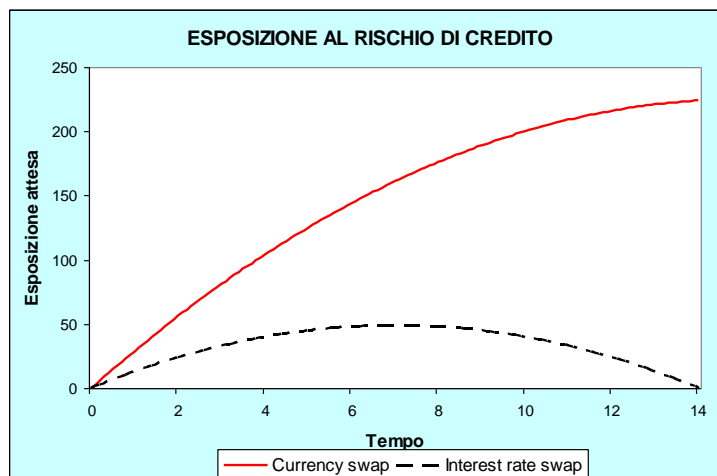


Anche considerando, nelle due gambe dello Swap, scompensi temporalmente a favore del cliente, non risultando impegnato alcun capitale, il rapporto ben difficilmente può scendere al di sotto di 80-70 a 1. Ne consegue che un *mark-up* di 15-20 punti base per ciascun anno corrisponderebbe, in un finanziamento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

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

---

*tween 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).



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

Un'estinzione anticipata del derivato induce per l'intermediario, che ha già scontato nelle condizioni contrattuali gli oneri futuri di copertura del rischio di credito, un cospicuo beneficio che non trova alcun ristoro nei 'Termini e modalità di rimborso anticipato' previsti contrattualmente; l'intermediario risultando sollevato, per il periodo residuo, dal rischio di credito, oltre che degli altri oneri distribuiti nel tempo, viene a godere di un apprezzabile beneficio<sup>30</sup>.

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

---

<sup>30</sup> *Given that mid-market pricing provides only a benchmark for pricing, how do dealers incorporate transactions costs into pricing of an actual transaction? One way would be to charge an up-front fee to cover anticipated costs and then to transact at the mid-market rate. This has not been typical market practice, however, largely because most of the cost, particularly hedging, credit, and administration, will take place over the life of the transaction. Instead, normal practice is to adjust the mid-market price for the costs of a transaction, although adjustments differ across firms to the extent cost accounting practices differ. (D. Mengle, The Value of a New Swap, ISDA Research Notes, 3, 2010).*

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

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

La formulazione non da luogo a particolari dubbi nelle operazioni tra operatori professionali regolati dagli accordi ISDA. Nel caso di operatori *retail* la formulazione non appare del tutto chiara e determinata, risultando diverso il menzionato prezzo di sostituzione se il terzo è individuato fra gli operatori professionali presenti sull'OTC o fra la clientela *retail* della banca, con pari merito di credito dell'operatore uscente: risulterebbe equo riferirsi a quest'ultima. Se, invece, mutuando il contratto ISDA che regola i rapporti fra operatori professionali<sup>31</sup>, il terzo viene scelto *'among dealers of*

---

<sup>31</sup> Nel contratto ISDA si prevede, per la risoluzione, il riferimento alla *Market Quotation* definita: " ... *with respect to one or more Terminated Transactions and a party making the determination, an amount determined on the basis of quotations from Reference Market-makers. Each quotation will be for an amount, if any, that would be paid to such party (expressed as a negative number) or by such party (expressed as a positive number) in consideration of an Agreement between such party (taking into account any existing Credit Support Document with respect to the obligations of such party) and the quoting Reference Market-maker to enter into a transaction (the "Replacement Transaction") that would have the effect of preserving for such party the economic equivalent of any payment or delivery (whether the underlying obligation was absolute or contingent and assuming the satisfaction of each applicable condition precedent) by the parties under Section 2(a)(i) in respect of such Terminated Transaction or group of Terminated Transactions that would, but for the occurrence of the relevant Early Termination Date, have been required after that date. (...) The Replacement Transaction would be subject to such documentation as such party and the Reference Market-maker may, in good faith, agree.*"

Dove per *Reference Market-makers* si intende: *"... four leading dealers in the relevant market selected by the party determining a Market Quotation in good faith (a) from among deal-*

*the highest credit standing*’, il prezzo sconterebbe le condizioni più onerose previste inizialmente nel flusso posto a carico dell’operatore *retail* e l’intermediario conseguirebbe un apprezzabile beneficio dalla sostituzione dell’operatore *retail* con una controparte di elevato standing creditizio. Il riferimento nella risoluzione ad una clausola analoga a quella prevista nel contratto ISDA viene di fatto a celare un margine di guadagno che risulta pressoché assente in operazioni fra operatori professionali. Il rischio di controparte per questi ultimi è posto su valori assai modesti che per altro si bilanciano, mentre assume un’apprezzabile rilevanza quando il divario di merito creditizio aumenta<sup>32</sup>.

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

Considerata l’apprezzabile misura del *mark-up* richiesto all’inizio dell’operazione, è evidente che, con le modalità di calcolo sopra illustrate, i costi di

---

*ers of the highest credit standing which satisfy all the criteria that such party applies generally at the time in deciding whether to offer or to make an extension of credit and (b) to the extent practicable, from among such dealers having an office in the same city.”*

<sup>32</sup> Mutuando per altro nel contratto condizioni e modalità che, elaborate sulla base del diritto americano e/o inglese, stridono con il diritto italiano, si viene a determinare una significativa criticità: il carattere di indeterminatezza del valore di chiusura del derivato può costituire, in base al combinato disposto ex artt. 1346 e 1418 cod. civ., motivo di nullità. Non sussistendo per i derivati esotici alcun prezzo di mercato, occorre far riferimento a modelli di valutazione che, come menzionato, sono intrisi di apprezzabile discrezionalità. Giuridicamente labile è il riferimento a prassi internazionali di valutazione generalmente riconosciute: per espressa previsione dell’art. 23, comma 2 del T.U.F. “*E’ nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto.*”.

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

chiusura e rimodulazione divengono esosi e sproporzionati al servizio: con la chiusura anticipata dell'operazione si perde completamente quanto pagato per il rischio di credito per il periodo residuo e sull'eventuale nuova operazione risulta replicata la copertura del rischio di controparte. La circostanza è assimilabile all'eventualità di un contratto di assicurazione quinquennale a premio unico, chiuso anticipatamente e ripagato interamente in un nuovo e diverso contratto di assicurazione: il servizio di copertura, anticipato nel precedente contratto, viene così a costituire per l'intermediario un sostanziale 'free lunch'.

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

La frequente rimodulazione dei contratti swap viene a ricreare, con un marcato effetto leva insito nel premio al rischio anticipato nel tasso praticato, un fenomeno analogo all'*active trading*: i costi, certi e predeterminati, costituiti essenzialmente dal rischio di credito, vengono reiterati più volte e, cumulandosi e confondendosi con l'alea del derivato, assumono un'incidenza anomala erodendo il risultato finale, sino a ricondurlo inevitabilmente più spesso ad una perdita che ad un guadagno<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> In questa chiave si comprende meglio l'interesse di taluni intermediari a praticare la rimodulazione a pochi mesi dalla sottoscrizione. *“Nella esperienza pratica, come è stato del resto riscontrato dalla stessa ispezione della Consob, le c.d. rimodulazioni, attuate attraverso il descritto meccanismo di erogazione di finanziamenti esclusivamente finalizzati alla prosecuzione dell'operatività in strumenti finanziari derivati, sono avvenute prima della scadenza naturale, attraverso estinzione anticipata, effettuata dalla banca anche dopo pochi mesi dall'inizio della prima operazione e dunque in maniera che appare ingiustificata e del tutto contraddittoria rispetto alla stessa operazione. Non si comprende infatti il motivo per cui l'intermediario, dopo aver creato e proposto, attraverso una organizzazione volta alla 'ingerizzazione' dei contratti, una cospicua messe di contratti derivati, possa poi coltivare la prassi di rimodulare a pochi mesi dalla loro sottoscrizione gli stessi contratti, adducendo ragioni che secondo l'intermediario sarebbero esclusivamente legate alle mutate esigenze di mercato, e che, nella sostanza, consistono nell'andamento dei tassi o dei cambi che però gli stessi contratti avrebbero dovuto razionalizzare e controllare.”* (B. Inzitari, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni., in il caso.it, 2009).



D'altra parte il derivato costituisce uno strumento finanziario *sui generis*, privo di mercato secondario. Questa circostanza pone l'intermediario in una posizione privilegiata; né si conseguirebbe un'economia ponendo in essere un derivato di segno opposto con un altro intermediario<sup>34</sup>.

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

Taluni intermediari, a seguito della menzionata Comunicazione Consob del 2/03/09, hanno introdotto una sorta di mini-franchigia di rimborso solo nei primissimi mesi dell'operazione, al termine dei quali il *mark-up* rimane definitivamente acquisito all'intermediario; in tal modo l'indicazione del valore di smobilizzo subito dopo l'operazione, richiesta dalla Consob, risulta assai inferiore al costo che successivamente verrà definitivamente imputato<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> A differenza degli ordinari strumenti finanziari, azioni e obbligazioni, con il contratto derivato si genera un nuovo strumento finanziario: seppur riferito ad un particolare sottostante, il derivato conserva una sua autonomia, accostandosi in questo al titolo di credito che si viene a discostare dal rapporto che lo ha originato. La proliferazione incontrollata di tali strumenti, oltre la dimensione fisiologica correlata al mercato sottostante, non realizza più una redistribuzione e compensazione dei rischi, ma diviene creazione di rischio e di potenziali squilibri.

<sup>35</sup> Più funzionale e coerente con la distribuzione del servizio nel tempo risulterebbe una formulazione contrattuale che esprima il *mark up* separatamente – senza inglobarlo nel tasso – distribuendolo nel periodo come un costo del servizio, distinto e separato dal tasso swap convenuto in contratto; evitando in tal modo, nell'eventualità di chiusura anticipata, che il *mark to market* richiesto inglobi costi per un servizio ormai non più corrisposto. Al contrario la formulazione impiegata viene ad indurre una sostanziale ingessatura del contratto, precludendo – a meno di onerosi costi – ogni possibilità di rimodulazione delle condizioni.

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

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

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

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

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

La combinazione di funzioni di intermediazione, mandato e consulenza con il ruolo di controparte dell'operazione creano una miscela foriera di comportamenti opportunistici a scapito dei soggetti che patiscono una marcata asimmetria informativa. Viene meno l'usuale negoziazione e contrapposizione delle parti contrattuali e risulta di fatto rimesso all'intermediario il compito di valutare le esigenze, di predisporre il prodotto e di stabilire la ripartizione fra quanto trattenere per sé e quanto lasciare all'operatore<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> “La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente;

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

Non vi è alcun elemento che connatura l'*up-front* allo Swap, risultando la funzione del primo distinta da quella del secondo<sup>37</sup>. Anzi, la funzione di copertura del rischio che sovente accompagna lo Swap, impiegata alla stregua di un prodotto assicurativo, è più consona al pagamento di un premio che all'incasso di un *up-front*. Risulta per altro stridere con la natura del contratto l'accostamento di un introito certo a pagamenti aleatori.

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

Rispetto ai valori attesi, espressi dal mercato nella curva dei rendimenti, le parti dell'*Interest Rate Swap* presentano una distinta e diversa valutazione soggettiva e, volendo cogliere lo scostamento del proprio sentire dai valori di mercato, o alterna-

---

*dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati o ver the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura.” (Tribunale di Milano 19 aprile 2011).*

<sup>37</sup> “ (...) a prescindere dal tipo di strumento finanziario sottostante, Swap, opzione, ecc., l'*up-front*, in sé, non ha nulla a che vedere con il perfezionamento di un contratto derivato. Ove fosse presente – all'interno di un contratto derivato – dovrà avere una autonoma ragione economico giuridica, ben esplicitata, per non rischiare la dichiarazione di nullità in un eventuale giudizio per assenza di causa.” (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

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

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

Coerentemente con tale prospettazione il valore del derivato, espresso dal *mark to market* – pari inizialmente all'*up-front*, a meno delle commissioni di intermediazione – è stato ricompreso nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi, alla stregua di un ordinario finanziamento<sup>38</sup>.

La Commissione Europea, occupandosi dei contratti di Swap con *up-front* (*off-market Swaps*) in sede di rilevazione dei deficit dei governi (*Excessive Deficit Procedure*), ha rilevato la distinzione fra la componente di finanziamento e la com-

---

<sup>38</sup> *“L'iniziativa di rinegoziazione, avanzata dalla banca prima della stessa scadenza del contratto o immediatamente alla scadenza, non viene neanche presentata al cliente come un'iniziativa volta a regolare le modalità di restituzione alla banca di una somma di danaro maturata a favore di quest'ultima, e cioè come un'operazione analoga a quella anche frequente in cui il mutuatario o il cliente titolare di un'apertura di credito "incagliata" decide di rinegoziare la restituzione della somma attraverso l'accordo dilatorio o altre forme che consentano più opportune modalità di restituzione. (...) Va poi ulteriormente rilevato che, a ben vedere, i contratti rimodulati sulla base dell'accredito di up-front da parte della banca, non esprimono neanche la natura di contratto derivato, in quanto la causa di finanziamento è in essi prevalente, considerato che l'intero contratto è volto alla restituzione alla banca del finanziamento”.* (B. Inzitari, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri nella nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2009).

ponente propriamente aleatoria: *“Lump sums exchanged at inception on off-market swaps should be classified as loans (AF.4) under ESA 1995, with an impact on the Maastricht debt when the lump sum is received by government. Off-market swaps are to be partitioned in the ESA 1995 balance sheet into a loan component and a regular (at-the-money) swap component”*.

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

La Commissione Europea nel suo documento (Eurostat, *Guidance on accounting rules for EDP, Financial Derivatives 13/3/08*) osserva: *“It may be noted that the way off-market swaps are accounted by the various units composing the economy (corporations, banks, insurers, government) may vary, pending unification of accounting standards and further progress on how to account for complex products. This provides certainly scope for differences in reported data across sectors. However, this would not be a justification to favour in concept one recording or another.”*<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> *“Swap are generally agreed using the current market fixed interest rate observable at inception, with the consequence that the market value is zero at inception (‘par swaps’). Cases of swaps with a nonzero market value at inception exist; this are often called ‘off-market’ swaps, and a lump sum payment at inception is to be paid by one party to the other. (...) The back-to-back issue of an off-market swap with a matching regular swap creates a cash inflow now (or the reverse), against fixed cash outflows later (or the reverse). In this case, it seems difficult not to consider that, in such an arrangement, a loan has been contracted between the two parties. The question is however how to record a plain off-market swap. Such a swap can either be interpreted as a single swap, or alternatively as a back-to-back swap together with a matching regular swap (thus, a third swap). Though apparently artificial and convoluted, this last presentation has nonetheless the advantage to reasonably capture the essence of the intention behind the lump sum. Contracting parties entering swaps aim at exposing themselves to a risk (including in order to hedge another risk), and they do so using the market references applicable (e.g. the fixed rate). Using a different rate implies a lump sum, which suggests that the intention and the nature of the transaction is or can be seen different. It would therefore seem appropriate, from an economic analysis perspective, to con-*

Dottrina e giurisprudenza continuano a rimanere ancora incerte e divise sulla natura dell'*up-front*. Da parte di taluni si sostiene che con l'*up-front* la banca non eroga un finanziamento assistito da un obbligo di rimborso, bensì anticipa i flussi positivi che, secondo la valutazione dell'intermediario, il derivato andrà a generare in futuro a favore del cliente<sup>40</sup>. Questa posizione, negli ordinari Swap di tassi, rispecchia

---

*sider that the lump sum is in fact borrowing, in the form of a loan F.4, with the implication that the stream of interest payments later on would be partitioned in ESA 1995, between a loan reimbursement (F.4) component and a genuine flow of derivative (F.34) component. In the balance sheet, there would be two entries: a loan position AF.4 falling over time to zero, and a derivative position AF.34, with an initial zero value, reflecting the movement of the off-market swap itself (net of the loan). The loan position is a liability of the party that receives the lump sum, while the derivative position may appear either on the asset or on the liability side, depending on the profile of streams of payments and on holdings gains/losses incurred to date.”* (Eurostat Guidance on accounting rules for EDP. Financial Derivatives 13/3/08).

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

<sup>40</sup> *“dentro a un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio a scadenze predeterminate di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento (capitale che serve solo a questo, ossia a far nominalmente da riferimento per il calcolo), la variante della clausola up front – o pagamento anticipato che dir si voglia – sconta ovviamente l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso la parte a favore della quale avviene il pagamento anticipato; ma non muta la funzione economico-giuridica del contratto; essa resta lo scambio delle somme secondo i diversi tassi che le parti – correndo il rischio della loro differenza – si sono obbligate a scambiarsi. Il contratto dal punto di vista economico non è destinato funzionalmente a produrre un debito ma, al contrario, a produrre un guadagno e – nella sua funzione economica – è uno strumento di investimento di risorse, nel senso che ciascuna parte si obbliga a pagare una somma (il tasso che ha scommesso sul capitale di riferimento e che verrà a maturazione per tutto il tempo di durata del contratto) sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. Ovviamente questo contratto può avere tra i suoi effetti l'indebitamento per quello dei contraenti che sarà perdente sul tasso d'interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è – si ripete – un mero effetto possibile di questo contratto (come di tanti altri contratti), non la sua funzione precipua correlativa all'anticipazione di denaro da doversi rendere. Qualora vi sia nello Swap la clausola up front, si ha sì anticipazione di denaro, ma è cosa ben diversa da un mutuo o da una anticipazione di credito, perché l'up front è solo la modalità di pagamento (unica soluzione anziché in più) che non muta la causa del contratto”.* (Tribunale di Bologna, n. 2078 del 14 dicembre '09)

un sostanziale *misleading* dell'architettura che tecnicamente presiede la determinazione di uno Swap con *up-front*.

E' un artificio considerare separatamente le due gambe dello Swap e assumere l'*up-front* come un'anticipo sulla gamba a credito del cliente: il flusso, al di là delle mere appostazioni contabili, è unico, costituito dal differenziale aleatorio che, in quanto tale, mal si concilia con forme di anticipazione che per altro verrebbero ad essere calcolate a tassi più elevati del tasso *free risk* implicito nello Swap<sup>41</sup>.

Praticamente, più che valutare i flussi futuri a credito da attualizzare, viene fissato l'*up-front* da erogare e si calcola in corrispondenza lo *spread* che occorre aggiungere al flusso aleatorio del derivato per recuperare il finanziamento erogato ed i relativi interessi che, non essendo computati al tasso *free risk* ma al tasso corrispondente al merito di credito del cliente, rendono sistematicamente non *par* l'operazione.

Il *fair value* del derivato, inizialmente e successivamente, è dato dal valore attuale delle due gambe, ottenuto scontando i flussi attesi, a debito e a credito, con la medesima curva dei tassi (quasi *free risk*<sup>42</sup>) ricavata dallo Swap. Al contrario, per calcolare la correzione che occorre operare per recuperare l'*up-front*, l'intermediario, nel determinare i maggiori flussi posti a carico del cliente, utilizza un tasso di sconto più elevato del tasso Swap di un derivato *par*, commisurandolo al merito di credito del cliente finanziato: non conseguirebbe, altrimenti, per l'importo erogato la debita copertura del rischio di controparte<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> In questa chiave di lettura il mutuo a tasso variabile potrebbe essere inteso come uno Swap nel quale tutta la gamba a credito è corrisposta nell'*up-front*. In altri termini un mutuo indicizzato all'Euribor potrebbe essere rappresentato con una figura particolare di Swap, nella quale una gamba è data dal pagamento immediato di un *up-front*, pari al nozionale, e pagamenti nulli successivamente, mentre l'altra gamba è data dal flusso di pagamenti, in parte definiti (quota capitale) e in parte aleatori (Euribor).

<sup>42</sup> I tassi degli Swap sono generalmente riferiti ad un operatore con rating AA.

<sup>43</sup> Con lo Swap si pone in essere un impegno di credito/debito che si protrae nel tempo, con un apprezzabile rilievo del rischio di controparte, che si riflette nello *spread* che separa il prezzo dal *fair value*: tale *spread* rappresenta la necessaria copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli Swap. Viene pertanto meno, ai tassi dello Swap, la corrispondenza finanziaria fra l'*up-front* e l'alterazione indotta nei flussi dell'operazione, ricadendo ineluttabilmente nella fattispecie di finanziamento individuata da E. Girino: "La perdita implicita all'alterazione dei tassi va, in altri termini, misurata alla luce del valore dell'anticipazione, per cui se essa può ritenersi tale da effettivamente

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

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

Su questa linea si è espresso il Tribunale di Bari, facendo espresso riferimento alla sintesi degli interessi che concretamente il contratto è volto a realizzare: *“La ricorrente fa in modo pertinente riferimento alla nozione di causa concreta, che risponde al modo in cui ormai la giurisprudenza di legittimità concepisce il requisito causale. Da quando Cass. 8/5/2006 n. 10490 ha affermato il principio che causa del contratto è la causa concreta, lo scopo pratico del negozio, la sintesi, cioè, degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare, quale funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello astratto utilizzato, la causa concreta non solo è penetrata nelle pronunce a sezioni semplici (Cass. 12/11/2009, n. 23941), ma quel che più importa è che si tratta di nozione fatta propria da rilevanti arresti delle sezioni unite (Cass. 11/11/2008, n. 26972 sul danno non patrimoniale e 18/2/10, n. 3947 sulla polizza fideiussoria). Quanto però al primo contratto di Swap la deviazione dal tipo sociale sul piano della causa concreta viene*

---

*coincidere con tale valore, il contratto non potrà dirsi perdente in partenza, posto che la perdita è compensata da un pagamento immediato già eseguito. Oltre siffatto limite, invece, sicuramente si sarà in presenza di una variazione inaccettabile e tale da incidere sulla stessa causalità del negozio”*.(...) *“ anche una minima eccedenza rispetto al versato determinerebbe per ciò solo un’alterazione illecita del meccanismo aleatorio e uno stravolgimento stesso della funzione dello strumento. A quel punto, ma solo a quel punto, diverrà possibile riqualificare l’up-front (rectius: la parte di up-front eccedente la quota di flusso anticipata) quale finanziamento, atteso che l’alterazione dell’alea negoziale non avrà consentito semplicemente il fisiologico recupero di un differenziale versato in anticipo, bensì l’addizione di un quid pluris assolutamente ingiustificato nell’economia del derivato: con ogni intuibile ricaduta anche sul piano delle conseguenze che quel quid pluris, ove particolarmente elevato, potrebbe implicare (vuoi in termini di eccesso di interesse, vuoi, alternativamente o cumulativamente, in termini di applicazione di una commissione occulta).”* (E. Girino, I contratti derivati, pag. 480, Giuffrè, 2010).



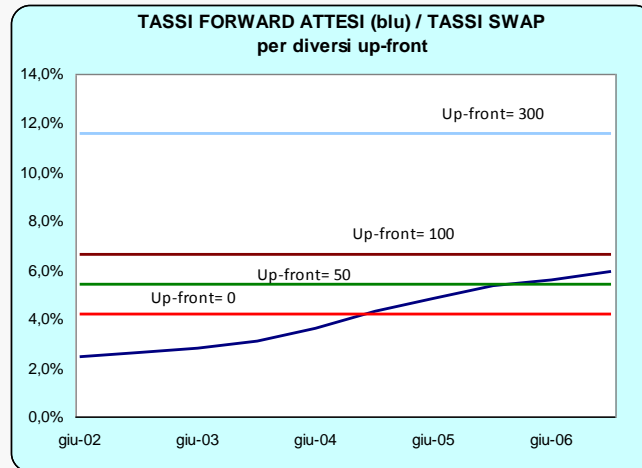
*indebitamente dedotta dalla violazione delle regole di comportamento, violando il principio, ormai non più solo dottrinale, ma anche giurisprudenziale (cfr. l'arresto delle sezioni unite di cui a Cass. 19/12/07, n. 26724; e già prima Cass. 29/9/05, n. 19024), dell'indeducibilità delle regole di validità dalle regole di comportamento. Più seria è la censura quanto ai contratti stipulati successivamente, caratterizzati dal crescente ammontare delle passività. Si tratta di verificare, sul piano della causa concreta, se l'incorporazione nel regolamento della passività pregressa e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale ab origine incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio, da intendersi connaturata al tipo sociale, stante anche quanto osservato dalla Consob con la comunicazione del 26/2/99" (Ordinanza del Tribunale di Bari 15 luglio 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).*

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

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

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

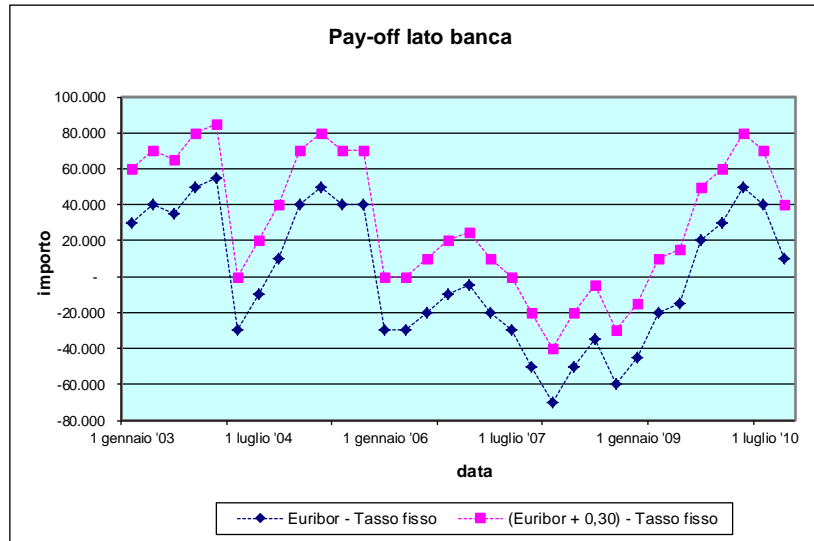
Come si evidenzia, per conseguire una remunerazione dell'8% sul finanziamento implicito nell'*up-front* – necessario all'intermediario per recuperare l'importo finanziato nell'*up-front* e gli interessi corrispondenti al merito di credito del cliente – il tasso swap a carico del cliente subisce significativi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



Dalla curva dei tassi *forward* si può rilevare che, già con un *up-front* di € 50, pari al 5% del 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		$t_0$	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Swap con Up front=50	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	14,6	13,5	12,6	11,0	8,4	5,1	2,7	0,3	-0,8	-2,0
Swap con Up front=100	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	20,7	19,5	18,5	16,8	14,2	10,7	8,2	5,6	4,4	3,1
Swap con Up front=300	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	45,1	43,6	42,2	40,1	37,1	33,1	30,1	27,0	25,2	23,2

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



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

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

Se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Modificando il tasso *Swap* del cliente da Euribor a Euribor + 0,30% il tasso pagato rimane aleatorio ma non vi è alcun incremento dell'alea: la componente *spread* è certa e determinata quale che sia il valore assunto dall'Euribor. Non risulta, in generale, corretto sostenere che "l'*up-front* costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio

*maggiore*<sup>44</sup>: il rischio non aumenta, aumenta solo il costo posto a carico dell'operatore *retail*<sup>45</sup>. Queste circostanze ricorrono sistematicamente negli ordinari contratti Swap: la natura dell'*up-front* è chiara e definita.

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

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

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

Nell'usuale operazione di Swap, sia in sede di prima sottoscrizione che di *unwinding*, con l'*up-front* si configura un finanziamento da parte dell'intermediario al quale corrisponde un rimborso distribuito nel tempo, usualmente certo e predefinito, ancorché occultato nella commistione con il derivato. Poiché il *mark-up* adottato dagli intermediari è equivalente, di norma, ad uno *spread* additivo calcolato sul nozionale in essere a ciascuna scadenza del flusso, la restituzione dell'*up-front* finanziato

---

<sup>44</sup> Corte d'Appello Trento 5/3/09, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>45</sup> De Nova (I contratti derivati come contratti alieni, in rivista di diritto commerciale, 2009) si pone la domanda: "il secondo contratto derivato sconta la circostanza che il primo contratto derivato si prospetta negativo per il cliente, con un incremento dell'alea a carico del cliente rispetto al primo contratto. Sino a che punto ciò può giustificare lo squilibrio tra le parti quanto all'alea assunta?". Anche in tali circostanze è opportuno non confondere l'alea con una maggiorazione, certa e definita, del costo posto a carico dell'operatore, attraverso uno *spread* fisso aggiunto al tasso variabile.

assume la veste di un ammortamento a rata costante. Lo *spread* aggiunto – commisurato al nozionale dell'operazione che, di regola, è un multiplo dell'*up-front* – viene a corrispondere alla rata costante (o proporzionale se il nozionale è decrescente nel tempo) necessaria all'ammortamento dell'*up-front* finanziato. Concettualmente occorre tenere separate le due operazioni, l'una commutativa e l'altra aleatoria: la parte aleatoria rimane circoscritta al puro Swap, mentre il rimborso dell'*up-front* assume la natura di una costante che non altera il rischio posto a carico dell'operatore.

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

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

Nell'affiancare alla componente aleatoria una componente commutativa, il rischio, come già detto, rimane invariato, aumenta il costo: *ex-post* il risultato aleatorio del puro Swap si somma all'importo determinato dallo *spread* corrispondente al *mark-up* inizialmente calcolato. Se non si coglie la distinzione, si riconduce lo squilibrio delle prestazioni all'alea contrattuale anziché alla componente commutativa riferita al finanziamento e si perviene facilmente a soluzioni che arrivano a ravvisare la mancanza della causa del contratto: in realtà le cause concrete sono fuse in un unico negozio, vanno scisse e valutate distintamente.

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

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

Da parte dell'intermediario tassi distinti e diversi caratterizzano la valutazione del *fair value* e quella dell'*up-front*. Nella riconduzione al valore attuale, risulterebbe

improprio impiegare uno stesso tasso, tratto dalla curva *zero coupon bond*, ordinariamente impiegato sull'OTC fra intermediari bancari di primario *standing*.

L'operatore bancario, nei prestiti reperiti sul mercato, se spunta, ad esempio, l'Euribor *flat*, applica all'operatore economico uno *spread* sull'Euribor commisurato al merito di credito; analogamente nel titolo obbligazionario, lo *spread* espresso dal mercato rispetto al titolo *free risk* rispecchia il rischio di credito ad esso associato. Con il medesimo criterio il prezzo espresso dall'intermediario nel derivato con *up-front* rispecchia nel *mark-up* lo *spread* coerente con il rischio di insolvenza del cliente, secondo la categoria di merito nella quale è stato classificato<sup>46</sup>.

In taluni Swap la presenza di un *up-front* arriva a determinare una struttura contrattuale nella quale i flussi di pagamento dell'intermediario – al netto di quelli posti a carico del cliente – risultano probabilisticamente assai remoti e/o modesti: la componente finanziamento è prevalente e il flusso si configura come il pagamento della rata di rimborso del finanziamento corretta per il più modesto flusso aleatorio riveniente dalla componente di Swap. In tali circostanze viene svilita la funzione conaturata al *genus* del contratto, il quale risulta deviato a realizzare, attraverso una forma atipica, un finanziamento<sup>47</sup>.

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

La presenza dell'*up-front* non trova giustificazione alcuna né nella costruzione dello Swap né in particolari esigenze o opportunità di mercato. Non sussiste alcun collegamento funzionale dell'*up-front* con lo Swap, non ravvisandosi alcuna connessione necessaria che ne giustifichi la presenza. In queste circostanze è il *genus* del

---

<sup>46</sup> Nella circostanza, agli ordinari costi di un puro swap, si aggiunge una maggiorazione del *mark up* commisurata alla rata ed interessi da introitare alle periodiche scadenze.

<sup>47</sup> “Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è una vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo Swap con una prestazione simbolica non è un Swap, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto e cioè lo scambio di due flussi di pagamento”. (Caputo Nasseti, Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Giuffrè, 1997).

contratto che ne determina la causa? Oppure occorre riferirsi al principio di prevalenza ed accertare se la funzione dello scambio domini o meno la funzione di finanziamento? Oppure ancora coesistono con pari rilievo le due finalità nel medesimo contratto?

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

La distinzione tra "negozio complesso o misto"<sup>48</sup> e "negozio collegato" si fonda sul diverso grado di compenetrazione delle pattuizioni contenute e sulla possibile riconduzione o meno delle diverse unità negoziali ad un unico profilo causale. Nel primo le disposizioni convenute sono necessariamente e funzionalmente combinate al perseguimento di uno scopo pratico unitario, ed è necessario che le diverse figure negoziali perdano la loro individualità, fondendosi in un unico profilo causale. Nel secondo, al contrario, ciascuna entità negoziale, pur essendo riconducibile ad un "interesse" unitario complessivo, è caratterizzata da un profilo causale distinto ed autonomo, non determinandosi quel rapporto di connessione inscindibile tra le varie disposizioni, tipico del negozio complesso. Per cui anche in presenza di un collegamento negoziale, ciascun contratto collegato mantiene la propria individualità giuridica, caratterizzandosi in funzione della propria causa: una pluralità di negozi distinti, legati da un nesso di reciproca dipendenza<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> In dottrina si differenzia il negozio complesso da quello misto sulla base dei criteri dell'assorbimento, per il primo, e della prevalenza, per il secondo: quando nello schema negoziale una tipologia causale è predominante e le altre hanno carattere meramente accessorio, allora si è in presenza di un negozio complesso; al contrario, quando le tipologie causali sono autonomamente riconoscibili pur se con la prevalenza di una di queste, si avrebbe il negozio misto.

<sup>49</sup> *“Affinché possa configurarsi un collegamento negoziale in senso tecnico, che impone la considerazione unitaria della fattispecie, è necessario che ricorra sia un requisito oggettivo, costituito dal nesso teleologico tra i negozi, volti alla regolamentazione degli interessi reciproci delle parti nell'ambito di una finalità pratica consistente in un assetto economico globale ed unitario, sia un requisito soggettivo, costituito dal comune intento pratico delle parti di volere non solo l'effetto tipico dei singoli negozi in concreto posti in essere, ma anche il coordinamento tra di essi per la realizzazione di un fine ulteriore, che ne trascende gli effetti tipici e che assume una propria autonomia anche dal punto di vista causale. Il collegamento negoziale non dà luogo a un nuovo ed autonomo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato*

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

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

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

---

*non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi. Pertanto, in ipotesi siffatte, il collegamento, pur potendo determinare un vincolo di reciproca dipendenza tra i contratti, non esclude che ciascuno di essi si caratterizzi in funzione di una propria causa e conservi una distinta individualità giuridica.* ”. (Tribunale di Rovigo, 25 gennaio - 10 marzo 2011, n. 26).



loro autonomia e appare ineludibile l'applicazione delle distinte discipline che le regolano<sup>50</sup>.

Questo aspetto assume un rilievo particolare. Più che il criterio dell'assorbimento o della prevalenza, appare rispondente una distinzione e separazione della causa creditizia da quella propria dello Swap. A seconda dei concreti assetti contrattuali si potrà individuare quale sia economicamente la prestazione principale o quella prevalente, ma giuridicamente rispondono a cause e finalità, di pari rilievo, distinte e separate<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Non bisogna trascurare che i contratti Swap sono contratti elaborati sulla base del modello anglosassone: sono 'alieni' al diritto italiano. *“Trattandosi di contratti alieni, noi dobbiamo evitare di prendere per buono qualcosa perché non è esattamente identico alla fotografia della fattispecie della norma imperativa che vieta. Perché, se noi facessi questo, potremmo lasciarci sfuggire dei casi in cui noi dovremmo invece ritenere la norma imperativa applicabile. Dunque la norma imperativa a fattispecie specifica e analitica non è probabilmente lo strumento idoneo per svolgere questo tipo di controllo. Ecco allora che a me vien fatto di pensare – come ho già scritto – che lo strumento di controllo idoneo sia un vecchio strumento, che abbiamo quasi abbandonato: la norma materiale, che non si preoccupa dello strumento giuridico ma del risultato.”* (De Nova, *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno.*, CEDAM, 2011).

<sup>51</sup> D. Maffei, riconducendo l'erogazione dell'*up-front* ai 'servizi di investimento accessori', previsti dal T.U.F., ritiene nulla la clausola per assenza dei requisiti di forma e contenuto di cui all'art. 23 del T.U.F. e artt. 30 e 37, rispettivamente del Regolamento Consob n. 11522/98 e n. 16190/07. Nel caso di rimodulazione, con finanziamento della perdita maturata, la nullità, che colpisce la clausola di finanziamento, si estenderebbe all'intero Swap. *“Non varrebbe obiettare che la clausola di up-front sarebbe una parte del contratto derivato che troverebbe la sua giustificazione economica nell'intero: perché il giudizio intorno alla validità di una parte del contratto concerne sempre essa ed essa soltanto e la questione del suo rapporto con l'intero contratto è solo se la sua eventuale nullità si estenda ad esso. (...) Non occorre dimostrare la debolezza di quella giurisprudenza degli interessi che tende a riconoscere che la clausola, i cui effetti sarebbero vietati, tuttavia si sottrarrebbe alla nullità in ragione del suo c.d. assorbimento funzionale all'interno di una più ampia pattuizione. Questo, infatti, non è il caso dei contratti derivati rinegoziati, conclusi sulla scorta dell'erogazione dell'up-front, dato che l'accredito iniziale la restituzione di una maggiore somma a titolo di restituzione e di interessi non favoriscono né rafforzano, ma semmai limitano o escludono in radice, quella dipendenza dall'andamento del sottostante – l'alea – di cui la funzione del tipo sociale del contratto derivato, comunque la si declini sul piano dei motivi, è tratto caratterizzante. In chiave di c.d. assorbimento funzionale, è semmai la causa dei contratti derivati rinegoziati che resta assorbita nella causa del finanziamento, al pari del contenuto del contratto derivato rinegoziato, le cui formule, invece che riflettere la dipendenza dal sottostante, sono piegate all'esigenza di assicurare all'intermediario di recuperare il finanziamento e di trarne profitto. Un 'mutuo fra giocatori', non già come un tempo viziato per l'estensione ad esso*

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

Tuttavia diversamente si configurano le circostanze quando la presenza di un *mark to market* negativo per l'operatore economico non è ascrivibile al mercato, ma è implicita nelle condizioni dell'operazione, preordinate al conseguimento di un diverso equilibrio dei benefici, in parte aleatori, per accumulare all'elemento di scambio il rientro e la remunerazione di un finanziamento, contrattualmente preordinato<sup>52</sup>. L'inserimento di componenti avulse dall'aleatorietà propria al derivato induce una commistione nella quale si annida un arbitraggio normativo, ove non si colgano e separino, oltre la forma, i distinti elementi sostanziali e causali dell'operazione.

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

Tecnicamente si può impiegare un'estensione del teorema della '*put-cal parity*' per dimostrare che dati tre strumenti finanziari – un finanziamento, una *call* e

---

*dell'illiceità del gioco, bensì, sebbene funzionale ad un gioco lecito, illecito esso stesso.”* (D. Maffei, Contratti derivati, Banca Borsa e Titoli di credito, n. 5/11).

<sup>52</sup> *“E” necessario che il meccanismo aleatorio sia equilibrato e razionale e quindi che l'assunzione del rischio sia a fronte di possibilità lucrative che derivano oggettivamente dal rischio, senza alcuna sperequazione. Una sperequazione fra rischi e vantaggi attesi, anche al di sotto del limite di cui alla normativa civilistica sulla rescissione per lesione, si rivela del tutto incompatibile con la natura degli strumenti derivati, dove il meccanismo della speculazione deve essere legato al funzionamento del mercato, il quale deve a propria volta rivelarsi neutro, al fine di non creare fattori distorsivi: una differenza di lucri e vantaggi è incompatibile con la causa speculativa, che presuppone l'oggettività dei rischi, e quindi che i vantaggi vadano in capo a chi ha corso i relativi rischi.”* (F. Bochicchio, Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario, Contratti e impresa, 2009 n.2).

una *put* – ciascuno strumento può essere ottenuto attraverso una combinazione degli altri due. Se gli strumenti sono soggetti a normative diverse, si generano arbitraggi che creano, tra l'altro, inefficienze e turbative al regolare svolgimento del mercato<sup>53</sup>.

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<sup>54</sup>.

Con l'«accomodante» lettura dell'*up-front* riferita all'anticipo dei flussi divengono facilmente eludibili i presidi di tutela e trasparenza previsti dal T.U.B., D. Lgs 385/93, il disposto dell'art. 1284 c.c., le soglie d'usura poste dalla legge 108/96, senza per altro trascurare i risvolti fiscali<sup>55</sup>. Qualsiasi finanziamento o mutuo può agevolmente essere replicato, inglobandolo in un'operazione di Swap oppure ponendo nello stesso una quota della prestazione entro la soglia e relegando in un separato Swap non *par* la componente ulteriore debordante la soglia.

L'atipicità dei derivati offre ampi spazi di costruzione del rapporto negoziale, costituente il prodotto finanziario, ma la causa che esaustivamente qualifica il deriva-

---

<sup>53</sup> “ *The put-call parity theorem states that given any three of the following four financial instruments – a zero-coupon bond, a share of stock, a call option on the stock and a put option – the fourth instrument can be synthesized from the other three. Thus, the theorem implies that any position containing one of these instruments can be constructed in at least two different ways. When the law treats alternatives ways of constructing the same position differently (as it often does), form takes precedence over substance, sophisticated parties will spend resources to achieve the preferred result, and only the unsophisticated will be subject to the greater burden.*” (*Put-call parity and the law*, Michael S. Knoll, 2002).

<sup>54</sup> Con i CDS – la più recente creazione del mercato internazionale – si è trasposto sul piano finanziario, una tipica protezione regolata ed ispirata ai principi assicurativi, che è venuta assumendo le fattezze di una speculazione ‘nuda’, priva del nesso teleologico di copertura assicurativa, una mera speculazione, nella quale il rischio non lo si copre, lo si crea, travalicando la funzione assicurativa propria alla natura del contratto: come assicurare contro l'incendio la casa che non si possiede. Sul piano tecnico non sembra sussistere limitazione alcuna a riportare, attraverso il veicolo di strumenti finanziari, nell'ambito del TUF, contratti tipicamente soggetti ad una diversa disciplina.

<sup>55</sup> Il rilievo della natura di finanziamento insito nell'*up-front* avrebbe per altro riflessi anche sul piano fiscale per la componente interessi implicita negli addebiti posti a carico del cliente.

to 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.

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

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

E' possibile tecnicamente separare, in ogni operazione di Swap di tassi, l'elemento di finanziamento in esso implicito, sul quale l'intermediario commisura la copertura del rischio di credito<sup>56</sup>.

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

Risulta tecnicamente agevole separare la componente di finanziamento insita nell'*up-front* dal puro Swap<sup>57</sup>, rendendo in tal modo anche facilmente riscontrabile il rispetto delle soglie d'usura previste dalla legge 108/96.

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

---

<sup>56</sup> Cfr. E. Barone, Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella ricostruzione di negozi in frode alla legge, Riv. Trim. Dir. e Ec., 2010, Vol. II, 110-124.

<sup>57</sup> Cfr. R. Marcelli, L'usura nei derivati, 13/4/12 in [www.assocu.it](http://www.assocu.it).

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

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

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

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