

Giugno 2013

Stipula di uno swap: l'intermediario ha diritto al compenso?

Avv. Marialuigia Di Vincenzo, senior associate, studio legale Macchi di Cellere Gangemi

Brevi note sul valore nullo dello swap alla stipula del contratto

La risposta alla domanda porterebbe naturalmente ad ammettere che l'intermediario ha diritto ad un compenso, sia in termini generali, sia con riferimento al servizio prestato in occasione della stipula dei contratti di swap. Eppure larga parte della giurisprudenza chiamata a pronunciarsi su vicende relative alla stipula di contratti swap sembra indirettamente confutare il diritto dell'intermediario alla percezione del compenso quando chiamata a pronunciarsi in merito alla stipula di contratti swap *non par*, inclusivi di costi impliciti, gli intermediari sono stati sanzionati a vario titolo (difetto di nullità, squilibrio delle controprestazioni), in nome del povero investitore, non senza dissonanze fra le diverse pronunce.

Peraltro, vari sono i dati normativi e le conferme provenienti da organismi internazionali dai quali traspare non solo l'esistenza, ma anche la liceità del profitto dell'intermediario alla stipula del contratto swap.

Consob ha confermato la presenza di tali costi e dei margini di profitto in diverse sedi, principalmente nella Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 sui prodotti finanziari illiquidi, ove definisce il *mark up* come «*Margine rispetto al fair value che "copre" i costi diretti sostenuti dall'intermediario ed i suoi profitti*»¹.

ABI, nelle Linee Guida Interassociative in tema di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi approvate da Consob nel 2009, ha definito il *mark up* come «*costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell'intermediario*».

¹ Si vedano anche l'Audizione presso il Senato della Repubblica, 6a Commissione Finanze e Tesoro del 12 gennaio 2005, «*in genere è poi previsto che al prezzo così determinato in via teorica, venga aggiunto da parte del soggetto che ha il contatto con il cliente uno spread quale commissione per la remunerazione del servizio prestato, fissato dalle procedure aziendali*» e il quaderno di finanza Consob n. 63 dell'aprile 2009 ove si afferma, fra l'altro, che «*Il prezzo complessivo di un prodotto d'investimento non-equity è dato dalla somma di due componenti: il fair value (o prezzo teorico) e il mark-up, vale a dire il margine di prodotto per l'intermediario*».

E' noto che i principi contabili internazionali IAS riconoscono il margine dell'intermediario laddove specificano le modalità di contabilizzazione del profitto di tali prodotti derivati.

L'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) fornisce un evidente riscontro della prassi sul tema, sostenendo che «*The actual price agreed with the counterparty is therefore a bid or offer price that uses the mid-market price as a benchmark before adjusting for costs and risk, and the actual net present value to the dealer is not zero but a positive amount*»².

Il "valore nullo" (o *par*) cui fanno riferimento consulenti e tribunali viene in buona sostanza calcolato con un tasso mid-swap che fa riferimento ad operazioni fra controparti bancarie aventi il medesimo *rating* di credito. Tuttavia, le operazioni realizzate su un mercato diverso da quello interbancario (quali, ad esempio, i derivati OTC), non sono standard, presentano livelli non omogenei di rischio fra le controparti e non sono generalmente assistite da garanzie.

Il valore dei flussi di pagamento a carico di un cliente nei confronti della banca è ovviamente maggiore rispetto ad un'analoga operazione conclusa fra banche perché incorpora il maggiore rischio di credito, di liquidità, costi di accesso al mercato, etc. che la banca sopporta e che si riflettono inevitabilmente sui costi e sul margine di intermediazione ed in ultima analisi sulla struttura del prodotto derivato.

Tutto ciò, da un punto di vista pratico, si traduce nel fatto che quando un'operazione nasce all'origine *non par* - a causa dei costi e del margine di intermediazione - con riferimento alle quotazioni *mid market* praticate sul mercato interbancario - l'operazione non necessita di essere riequilibrata. Piuttosto tale differenza di valore rappresenta il punto di equilibrio fra prestazione e controprestazione e consente al cliente di ottenere il servizio prestato attraverso la stipula del contratto.

Difatti, la valutazione delle prestazioni contrattuali attraverso le quotazioni *mid-market* (che si riferiscono al mercato interbancario, ovvero ad operazioni concluse fra banche) non tiene conto di quei maggiori costi che legittimamente e pacificamente l'intermediario sostiene nei confronti di un cliente (non-banca) e del naturale margine di profitto che l'intermediario deve conseguire, fattori questi che fanno nascere il contratto *non par*.

In altri termini, la presenza di un valore negativo del MTM (o di costi impliciti o di prestazioni che non hanno un valore equivalente dal punto di vista finanziario) alla stipula del contratto, dal punto di vista giuridico dovrebbe avere un valore neutro. Una volta ammessa la liceità dei profitti dell'intermediario - del valore negativo del MTM e dei conseguenti costi impliciti - il problema, se di problema e non di abuso può parlarsi, pare sussistere in relazione alle modalità di negoziazione del contratto, più che

² ISDA Research Notes, *The Value of a New Swap*, Issue 3, 2010, by David Mengle, ISDA Head of Research.

all'esistenza o meno dei costi impliciti e dovrebbe essere rimesso in ultima analisi alle previsioni normative e agli usi.

Per questa via, il Tribunale di Verona, con sentenza del 15 novembre 2012, ha riconosciuto la neutralità dei costi impliciti nella valutazione della patologia delle operazioni in derivati e ha correttamente ridefinito i “costi impliciti” come “margine lordo”. In particolare:

«... è opportuno chiarire che alla stipulazione del contratto il mark to market è solo astrattamente nullo mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo (l'indicazione del valore par del derivato, riportata nel documento sui rischi generali negli investimenti finanziari, in conformità all'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, par. 4, parte B, deve essere pertanto riferita al prezzo, distinto dalle commissioni e/o dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario). [...]

Le considerazioni sin qui svolte consentono quindi di affermare che l'esistenza del margine lordo non è di per sé segno di una patologia dell'operazione ma è anzi del tutto fisiologica, a meno che l'importo di esso sia eccessivo comportando uno sbilanciamento dell'operazione a danno del cliente».

Sul tema, la normativa Consob prescrive, fra l'altro, nei confronti della clientela *retail* il cd. *unbundling*, ossia la scomposizione delle componenti che concorrono alla formazione del prezzo nei prodotti in parola³. Consob ha sostanzialmente normato un meccanismo di *price discovery* nei confronti della clientela *retail*, quasi a voler confermare che in questa tipologia di contratti, i costi sono naturalmente inclusi nella struttura contrattuale e che fra controparti professionali, un appesantimento degli oneri di *disclosure* non ha ragione di esistere.

Ciò che pare legittimo discutere innanzi al giudice non sembra essere tanto la presenza dei costi (che potrebbe dirsi ovvia, com'è ovvio che stipulando un mutuo il tasso praticato dalla banca al cliente incorpori dei costi ed il profitto della banca), quanto l'operato dell'intermediario, se esso sia stato o meno in violazione delle regole di condotta previste dalla normativa di settore. Al di là degli obblighi di condotta, la presenza di costi impliciti e quindi di una struttura contrattuale *non par*, non sembra per se sola portatrice di alcun disvalore giuridico.

³ V. Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 cit., fra gli altri, il punto 1.2: “Si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.”

Il disvalore andrebbe allora ricercato nel caso concreto, alla luce della disciplina contrattuale in tema di trasparenza, di riduzione delle asimmetrie informative, ma la semplice presenza di costi impliciti alla stipula di un contratto swap *non par* non sembra testimoniare alcuna patologia contrattuale, ma è frutto del naturale diritto dell'intermediario a ricevere un compenso per il servizio prestato.