

DERIVATI CHIARI**Il radar per individuare gli oneri occulti** a pag. 15**Derivati & commissioni implicite. Parlano due professori: Umberto Cherubini e Rosella Castellano**

Ecco quali sono i costi occulti

Problemi evitabili se si indicassero spese e probabilità di guadagno o di perdita

Continua la querelle sui costi occulti: secondo le banche non esistono, per i "difensori" degli enti locali e imprese invece sì. La "guerra" trova come banco di prova proprio il processo in corso a Milano; saranno i giudici a stabilire la verità. Il punto è che per Mario Sarcinelli, presidente di Dexia Crediop, «Non possono essere i giudici a sciogliere i nodi tecnici» (si veda «Il Sole 24 Ore» del 9 gennaio), mentre per Vincenzo Pacileo, sostituto procuratore a Torino, i magistrati hanno invece le competenze per sciogliere i rebus tecnici come quelli dei derivati («Plus24» del 15 gennaio). Roberto Tascia, consulente della procura di Milano, ha infine cercato di chiarire i vincoli al quale dovrebbero attenersi le banche nella vendita dei derivati («Il Sole 24 Ore» del 23 gennaio).

Come si è arrivati a posizioni così diverse e come evitare altri dibattiti e contenziosi? Per molti la risposta è semplice. Basterebbe che il Tesoro

(da tempo a conoscenza dell'opacità di questi contratti) concludesse l'iter del regolamento sui derivati degli enti locali dove attraverso gli scenari probabilistici si fa trasparenza sul prezzo equo (chiarendo quindi costi e benefici dei contratti). E poi c'è da augurarsi che qualcuno che di mestiere scioglie i rebus tecnici si occupi di verificare le informazioni date dalle banche. Gli scenari sono il mezzo "giusto" ma la legge funziona se c'è chi la fa funzionare.

Per far chiarezza sui costi occulti, abbiamo interpellato due professori: Umberto Cherubini dell'Università di Bologna e Rosella Castellano dell'Università di Macerata. In estrema sintesi, i professori sostengono che la remunerazione delle banche (il cosiddetto spread denaro-lettera) non è applicabile ai derivati in quanto siamo in presenza di swap scambiati in mercati non regolamentati (*over the counter*). Come si compone quindi il prezzo equo (cosiddetto *fair value*) di un derivato? La formula è sempre la stessa: si scontano i rischi del contratto, ricordando che quello che per una parte è rischio per l'altra è un'opportunità. E i rischi che contano sono due: quello di credito (sia

della banca, sia dell'ente locale) e quello di mercato. Nel calcolare il prezzo equo, però, i «costi di transazione» (quelli che potremmo definire la commissione da riconoscere alla banca per l'operazione svolta) non sono rischi: devono dunque rimanere fuori dal *fair value*. Ma se allora i costi di transazione devono rimanere fuori (cioè non vengono annegati nel calderone del valore equo né sono dichiarati a parte) come

fa un cliente della banca a scegliere un prodotto *over the counter* adatto alle proprie esigenze senza incorrere in brutte sorprese (leggasi costi aggiuntivi e non dichiarati dalla banca)? Dovrebbe essere indetta un'asta competitiva nella quale le banche specificano le spese e gli scenari probabilistici (quelli utilizzati dalla Consob che indicano le probabilità appunto di guadagno e di perdita in quell'operazione e che diventerebbero obbligatori con il nuovo regolamento ministeriale). Tutto ciò evita che gli altri costi non specificati nel contratto vengano considerati costi occulti e aiuta gli enti a scegliere davvero il derivato per loro più vantaggioso.

pagina a cura di
Marcello Frisone
m.frisone@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



La remunerazione delle banche include lo spread denaro-lettera? Questa remunerazione deve essere ricompresa nel "prezzo equo" di un derivato?

● **Quali sono i rischi che compongono il "prezzo equo" oltre al rischio di credito delle parti? Se la controparte della banca è un ente locale la valutazione del suo rischio di credito da parte delle banche può portare a contratti inefficienti?**

● **È corretto ricomprendere i costi di transazione delle banche nel "prezzo equo" di un derivato?**

● **Costi maggiori da un intermediario all'altro sono soltanto sintomatici di una diversa efficienza interna delle banche?**

● **La scelta dell'advisor per gara pubblica imposta agli enti locali è sufficiente a garantire maggiore trasparenza? E per le imprese, come si potrebbe raggiungere l'obiettivo della trasparenza?**

● **Cosa pensa della capacità degli scenari probabilistici di esplicitare i rischi insiti in un derivato e, quindi, l'opportunità per il cliente di stipulare il contratto?**



Umberto Cherubini, professore associato di matematica per le applicazioni economiche e finanziarie all'Università di Bologna

Lo spread denaro-lettera è usato in mercati organizzati in cui un operatore (market-maker) è obbligato a esporre quotazioni in vendita e acquisto di un prodotto standardizzato (per esempio un titolo). La teoria economica ci dice che questo spread è giustificato dal costo di detenere scorte per soddisfare la domanda e dal rischio che ogni tanto qualcuno - che sa qualcosa di più del market maker - ne approfitti e gli causi delle perdite. Difficile applicare lo stesso principio a prodotti bancari come depositi, prestiti, o derivati con la clientela.

● Sono essenzialmente rischi di mercato (cioè l'impatto di cambiamenti di tassi e indici di mercato sul valore della posizione) e di liquidità (cioè il rischio di non poter chiudere un contratto prima della scadenza oppure di aver problemi a reperire i fondi per onorarlo in certe fasi del mercato). Che i contratti siano o meno efficienti dipende non soltanto dal costo, ma dalla loro qualità. Un buon strutturatore può disegnare un contratto efficiente anche retribuendo il rischio di credito, anche se gli esempi di questo tipo non abbondano.

● No, non è corretto ricomprendere i costi di transazione delle banche nel fair value di un derivato, ma la domanda conduce al legame tra fair-value e valore di mercato, una questione intricata. Una cosa è comprare e vendere mele: ci sarà un valore medio delle mele, e dei costi a portarle al mercato. Cosa diversa è stabilire il prezzo giusto di una torta di mele. Possiamo fare riferimento a un libro di cucina e stabilire che il valore equo di una torta di mele è la somma del valore degli ingredienti, ma è chiaro che questo non coinciderà con il prezzo di mercato, e la differenza non sarà data solo da costi di transazione.

● In un'economia concorrenziale dovrebbe funzionare così. Descriviamo il mondo ideale. Un ente pubblico oppure un'impresa si rivolge a un intermediario per migliorare la propria gestione del debito. Non chiede quindi un abito preconfezionato, chiede un servizio di sartoria. Sarti diversi disegneranno abiti diversi con prezzi diversi e se il mercato funziona i sarti peggiori e più cari saranno costretti alla fine a dedicarsi ad altro. Purtroppo siamo lontani dal mondo ideale: abbiamo visto vestiti da mercatini venduti a prezzi di atelier di alta moda.

● L'advisor è cruciale per garantire non solo trasparenza, ma anche concorrenza. Potrà guidare il cliente sia nella scelta del contratto che nella definizione del prezzo. Potrà portare uno schema di contratto proposto da una banca a una concorrente chiedendo un costo minore o un contratto migliore. E in questo modo metterà pressione alla prima perché faccia la sua offerta migliore. Che venga fatta per gara pubblica o con qualunque altro meccanismo efficiente, l'importante è che assicuri advisor indipendenti (almeno non le stesse banche!).

● Gli scenari probabilistici rappresentano un importante indicatore sintetico della qualità del contratto offerto e, soprattutto, consentono di confrontare soluzioni diverse. In questo senso, favoriscono anche l'aumento della concorrenza. L'altro requisito è ovviamente la trasparenza del costo. Il cliente e il suo advisor potranno quindi avvalersi di due numeri nel loro shopping tra le banche: il costo medio del debito, che vorranno più basso possibile, e la probabilità di ridurre tale costo, che vorranno la più alta possibile.



Rosella Castellano, professore associato presso l'Università degli Studi di Macerata, dipartimento di istituzioni economiche e finanziarie

Nel caso di strumenti quotati per i quali opera un intermediario a sostegno della liquidità, lo spread denaro-lettera copre: la remunerazione per tale servizio; i costi per l'acquisizione di informazioni; gli eventuali costi di transazione. Per i contratti derivati over the counter non ha senso parlare di spread denaro-lettera, in quanto tali contratti - per loro stessa natura - vengono strutturati sulle specifiche esigenze dei clienti cui sono proposti.

● Il prezzo equo riflette la valutazione corrente di mercato dei rischi connessi al sottostante e al merito creditizio delle parti. Per esempio, il valore di uno swap di tasso dipende, non soltanto dal rischio di credito, ma anche dalle variazioni inattese della curva dei tassi. Il prezzo è equo se, alla stipula, l'incertezza ricade in ugual modo su entrambe le parti. Nel caso degli enti locali, le banche ne valutano autonomamente il rischio di credito e lo trasferiscono sui costi ascrivibili all'ente, compromettendo la convenienza del derivato.

● No, in quanto si tratta di costi legati alle caratteristiche specifiche di ciascun intermediario che non dipendono quindi dai rischi del derivato. Tali costi devono rientrare nel margine aggiuntivo che la banca trattiene per il finanziamento degli oneri connessi alla propria operatività (per esempio, la capacità di individuare tempestivamente controparti contrattuali e di concludere rapidamente le operazioni) e non devono essere confusi con la rischiosità del derivato.

● Sì. Se per esempio lo stesso derivato con identica controparte viene "prezzato" in modo diverso da due banche, la differenza può scaturire da una loro diversa competitività. I principi di un'economia concorrenziale sono inesorabili: l'intermediario più solido o di maggiori dimensioni può accontentarsi di profitti più bassi o impegnare minori risorse per la ricerca e selezione delle controparti. Di conseguenza, chi ha costi inferiori da recuperare può anche offrire contratti più vantaggiosi ai propri clienti. Questo è il mercato.

● Il prezzo complessivo dei derivati degli enti locali rimane un "buco nero" che dipende, come ho detto, dalle valutazioni autonome delle banche e dalla loro efficienza operativa. Gli attuali meccanismi di gara non assicurano l'indipendenza tra advisor e banca-controparte e, quindi, non eliminano né l'opacità delle diverse proposte né il forte incentivo per le banche ad accordarsi su "alti" livelli di prezzo. Per gli enti locali, così come per le imprese, la soluzione va ricercata in una maggiore trasparenza contrattuale.

● Gli scenari probabilistici indicano se e in quale misura il derivato può offrire al cliente copertura da un rischio specifico. Questo strumento considera i costi e i rischi che concorrono a determinare il prezzo complessivo del contratto e fornisce indicazioni relativamente ai loro possibili effetti a scadenza. L'ente locale o l'impresa, attraverso tale strumento, sarebbe maggiormente consapevole dei rischi dell'operazione e, di conseguenza, le banche sarebbero indotte a condotte più virtuose.