

LEZIONE 8

TIPOLOGIE PARTICOLARI DI SWAP

In termini generali, è possibile ritenere che dagli *swaps* si sia espressa la forte manifestazione di un estremo bisogno di regolazione pubblicistica a livello non tanto nazionale quanto sovranazionale (ad es., al livello sia dell'Unione Europea che mondiale).

Se si considera la grande crisi che si è prodotta a livello globale nel 2008 (prima esclusivamente come crisi finanziaria, che poi ha riverberato i propri effetti anche a livello economico con un notevole impatto sulla crescita del PIL a livello mondiale e nazionale) è da notare che – almeno in una fase iniziale – essa ha interessato prima i Paesi finanziariamente più evoluti (vale a dire, la Gran Bretagna e gli USA) per propagarsi solo in un momento successivo agli Stati finanziariamente meno evoluti, come l'Italia e i Paesi dell'Europa continentale (Spagna, Francia, Germania, Paesi Bassi, ecc.). È da rilevare che, attualmente, mentre l'area dei Paesi nordeuropei sembra sostanzialmente ripartita, quella dell'Europa del sud, in special modo Portogallo, Italia, Grecia, si trovi tuttora in grave difficoltà.

L'innescò della situazione critica è comunemente identificato in una circostanza che non prescinde dall'abuso degli *swap* e che risulta essere stato prodotto proprio nel mondo anglosassone (che, guarda caso, risulta quello più avverso ai modelli di "governo delle crisi" in ambito bancario e finanziario adoperati a livello continentale in Europa).

Da questo punto di vista, si può serenamente ritenere che la *smoking gun* (cioè la "pistola fumante", capace di identificare di per sé il punto di innesco della crisi) possa essere identificata a partire da una circostanza riscontrabile sul mercato dei capitali dell'epoca: il rapporto che sussisteva nel 2008 tra le attività finanziarie "reali" (azioni, obbligazioni, fondi) e le attività finanziarie "critiche" (come i CDS) era almeno di 1 a 10.

Si può ritenere, allora, che tale prevalenza dei prodotti finanziari "ad alto rischio", pure impiegati con finalità essenzialmente speculative – ad es., da parte dei fondi "*hedge*" (lezione 14), possa aver esasperato le criticità caratteristiche di questo strumento e prodotto gli effetti dannosi appena evidenziati.

Credit default swap (CDS)

1. Definizione e descrizione

Un ulteriore strumento finanziario, rispetto alle *options* e agli *swaps* appena esaminati – e comunemente denominati, non a caso, *plain vanilla*, proprio per indicarne la ridotta pericolosità per i risparmiatori – anch'esso destinato a "governare" il rischio di credito, seppure in relazione ad aspetti differenti dal corso dei cambi e/o dei tassi d'interesse, in particolare il rischio d'insolvenza del debitore, corrisponde al ***credit default swap*** (o **CDS**). Il termine *default* significa "inadempimento"; tuttavia, non si può pensare che l'efficacia della protezione offerta dal CDS scatti solo a seguito dell'inadempimento dell'obbligazione sottostante¹.

¹ Infatti, come precisato nel prosieguo, può avvenire che gli effetti del CDS si producano anche semplicemente a fronte di un peggioramento del *rating* delle obbligazioni

Il CDS è uno *swap* che ha la funzione di trasferire l'esposizione creditizia (e, specificamente il c.d. "rischio di controparte", collegato al possibile **inadempimento**), in relazione a prodotti a reddito fisso tra le parti. Costituisce uno dei derivati creditizi più usati. È strutturato come un accordo negoziale per mezzo del quale il venditore di protezione (cioè la banca o l'altro intermediario finanziario che "entra" nell'operazione) viene chiamato **promittente**; viceversa, il cliente costituisce un compratore di protezione ed è il **promissario** (vale a dire, il destinatario della protezione acquisita).

Questo contratto risulta pure da ricomprendere nella categoria degli "strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito"² (di cui alla lett. *h*) dell'art.1, II comma, TUF, introdotta con l'art. 1, lett. *h*), del D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164), tra gli altri strumenti finanziari **derivati** già noti al Legislatore e studiati in dottrina, come i derivati su merci o su azioni.

Viceversa, la categoria si diversifica rispetto ai derivati di cui all'art. 66-*bis* TUF (che si occupa dei Mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia e il gas), e anche dagli altri derivati detti "costruiti". Quest'ultima espressione appare del tutto adeguata per quei titoli "sintetici" frutto dell'innovazione finanziaria, che sono parametrati su variabili climatiche, ovvero su altri indici e misure dotati di rilevanza economica (cfr. l'art. 1, comma II, lett. *j*) TUF). Questi titoli possono anche servire a

sottostanti, o anche a fronte di una loro conversione in altri strumenti finanziari dello stesso emittente.

² In breve "*credit derivatives*" o derivati di credito. Nella categoria sono compresi anche: *Credit Default Options*, *Total Rate of Return Swap* (e l'analogo *Loan Portfolio Swap*), *Credit Spread Swap* e *Credit Spread Options*, tipologie appartenenti entrambe al genere dei contratti differenziali, *Credit-linked Note* e *Credit-linked Warrant*.

rendere negoziabili diritti all'emissione di CO² nell'atmosfera secondo le prevalenti indicazioni della dottrina³.

Il contratto prevede che al verificarsi di un evento futuro e incerto (*credit event*⁴), che comporta il peggioramento del merito creditizio di un terzo soggetto (*reference entity*, cioè l'emittente dell'obbligazione che costituisce il sottostante del CDS), il promittente esegua un pagamento prefissato a vantaggio del promissario. In cambio, quest'ultimo versa un premio al promittente.

Il *credit default swap* è siglato per un dato valore nominale del credito (**importo nozionale**) e una data scadenza (**termine finale**). Altri aspetti contrattuali rilevanti attengono al termine iniziale di validità della protezione, nonché al termine di stipulazione del contratto.

Quindi, il compratore paga un “premio” periodico (cioè, una commissione, visto che tecnicamente non si tratta di un'assicurazione, né di un *option*) a fronte di un eventuale pagamento (nel **termine finale o periodico**, secondo quanto prevede il contratto) da parte del venditore (generalmente una banca o, come s'è già ricordato, un altro intermediario finanziario), qualora si verifichi effettivamente un dato evento previsto in contratto. Quest'ultimo è relativo ad un debitore ed incide sull'aspettativa di regolare adempimento del credito, come ad esempio il fallimento del debitore medesimo, o il **peggioramento del rating** sulle obbligazioni emesse.

³ Cfr. Il sito internet di United States Environmental Protection Agency (US EPA) a proposito della negoziazione di strumenti finanziari derivati sulle emissioni di CO₂: <http://www.epa.gov/climatechange/ghgemissions/gases/co2.html>.

⁴ Da non considerare in modo riduttivo come coincidente con il mero inadempimento, né con l'inadempimento “involontario”.

Il CDS viene spesso utilizzato con la funzione di una sorta di polizza assicurativa per la copertura del sottoscrittore di un'obbligazione rispetto ad uno dei rischi tipici, che può consistere non solo nel semplice inadempimento “volontario”, ma anche in quello involontario, ad es. legato all'insolvenza dell'obbligato. Il CDS, infatti, non corrisponde allo schema dell'assicurazione del credito, non è stipulato con una compagnia di assicurazione, né segue tecniche attuariali. Tipicamente la durata di un CDS è di cinque anni, sebbene essendo un derivato scambiato sul mercato OTC (*over-the-counter*) è possibile che le parti stabiliscano qualsiasi durata.

2. Terminologia utilizzata

Un contratto di CDS fa tipicamente riferimento ad una *reference entity*, ossia l'ente che ha emesso dei titoli di debito indicati nella stesura del contratto come *reference obligation*. Questi titoli di debito corrispondono, di solito, ad obbligazioni societarie.

Il periodo durante il quale si estende la protezione è definito come quello tra l'*effective date* (o **termine iniziale**, da cui decorrono gli effetti dell'operazione) e la *termination date* (o **termine finale**, lì dove cessano gli effetti dell'operazione). Il contratto nomina un *calculation agent*, consistente in un intermediario finanziario dotato del requisito d'indipendenza, rispetto all'obbligo di versare la prestazione pecuniaria dovuta a fronte del CDS. Ciò impone che egli non coincida con chi ha emesso il CDS né con un intermediario del medesimo gruppo dell'emittente, ciò per escludere ogni rischio di conflitto d'interessi. Il ruolo del *calculation agent* consiste nel determinare l'accadimento di un evento relativo al credito e l'ammontare del pagamento che verrà effettuato al verificarsi di tale evento. L'intermediario, in pratica, ha il compito di

“pesare” – e, conseguentemente, attribuire un “prezzo”, in punti-indice – il rischio incidente sull’evento, in relazione alla capacità del debitore di onorare il proprio impegno finanziario.

Un’altra clausola tipica nel contratto di CDS è la ***restructuring clause***, che determina quale forma di ristrutturazione del debito della *reference entity* rappresenti un evento (chiaramente, sempre relativo al credito e al suo adempimento) di cui occorre tener conto ai fini dell’esecuzione del contratto. Ad esempio, una società che attraversa una fase di dissesto finanziario potrebbe decidere, magari all’interno di una procedura concorsuale (come un accordo di ristrutturazione dei debiti o il concordato preventivo) di **posticipare la scadenza** delle proprie obbligazioni e quindi del pagamento degli obbligazionisti, ovvero la **conversione delle obbligazioni** in altri strumenti finanziari (come è effettivamente avvenuto nel caso delle obbligazioni Parmalat, convertite in azioni di una *new co.* all’esito della crisi in cui era caduta quella società). Chiaramente, un’evenienza del genere impone la deliberazione conforme dell’assemblea straordinaria della S.p.a. e dell’assemblea degli obbligazionisti (*ex art. 2415 c.c.*).

A seconda della formula specificata nel CDS, tale evenienza può rappresentare o meno un evento significativo. Solitamente, un contratto più restrittivo in tali criteri è più rischioso e dunque più costoso.

3. Il *credit event* nei *credit default swaps*.

Come s’intuisce, il pagamento del promittente a favore del promissario avviene soltanto in conseguenza del manifestarsi di un *credit event*.

Per risolvere il problema dell'accertamento del verificarsi del *credit event*, il CDS contempla la presenza di un titolo di riferimento (*reference obligation*) emesso dalla *reference entity*, generalmente negoziato sul mercato, e costituiscono *credit event* **circostanze rilevanti per il mercato**⁵, come fatti attinenti all'emittente ed al suo "merito di credito".

Promittente e promissario si possono accordare sul fatto che il *credit event* si considera realizzato, se sul mercato di riferimento (ad es., il MOT o TLX) la *reference obligation* subisce un **deprezzamento superiore a un margine prefissato**, oppure si modifica il giudizio espresso da una primaria agenzia di *rating* su quei titoli, sul loro rapporto con il mercato di riferimento⁶, sull'emittente.

In tutti i casi che rientrano tra i *credit events* l'intermediario che si è denominato come Banca Derivati paga una prestazione in denaro che corrisponde a un indennizzo per il *Credit event*, cioè per la riduzione di valore delle obbligazioni sul mercato dove queste sono scambiate.

⁵ Si parla in proposito di fatti "*price sensitive*", cioè tali da influenzare – non appena la conoscenza degli stessi perviene a tutti i soggetti che operano gli scambi – l'andamento del mercato stesso, cioè i flussi di domanda e di offerta dei prodotti trattati, e quindi il comportamento degli investitori). È per questo che il contenuto minimo di una buona regolazione del mercato finanziario risulta costituito dalla previsione di adeguati contenuti informativi ma anche di stringenti modalità di comunicazione degli stessi alla generalità degli investitori, attraverso la disciplina dei prospetti informativi da pubblicare per ciascuna offerta di strumenti finanziari sul mercato. Una specifica applicazione di quanto accennato si rinviene nella disciplina del collocamento sul mercato degli OICR (v. lezioni 13-16) e di tutti gli strumenti finanziari negoziati sul MIV.

⁶ Se, ad es., si tratta di titoli "sottili" (sul mercato vengono denominati titoli sottili quelli caratterizzati da una ridottissima diffusione tra i risparmiatori, o meglio, tra quelli che sono definiti come "clienti al dettaglio") o, all'opposto, molto diffusi, e con una quotazione molto rilevante per definire l'andamento di quel mercato.

Questo meccanismo funziona, se esistono obbligazioni della *reference entity* per le quali sia presente un mercato secondario efficiente e sufficientemente liquido. Purtroppo, non sempre è così.

In quest'ultima situazione, le parti si accordano, per considerare avvenuto il *credit event* quando esistano fonti pubbliche (quotidiani, telegiornali o agenzie di stampa) che ne abbiano attestato il verificarsi.

4. *Senior or junior debt?*

Un diverso fattore che influisce sul costo di un contratto di CDS è la maggiore o minore “**anzianità**” del debito coperto dal contratto, intesa come **priorità nell'adempimento** delle obbligazioni in sede concorsuale, a prescindere dalla presenza di garanzie. Infatti nel caso di fallimento della società le obbligazioni emesse in forma di debito *senior* hanno più probabilità di essere rimborsate rispetto alle obbligazioni che costituiscono il debito subordinato, altrimenti detto *junior*, per questo motivo il debito *junior* (o “postergato”; la postergazione, in alcuni ordinamenti, risulta addirittura di fonte legale in determinate fattispecie; v., da noi, gli artt. 2467 e 2497/*quinqies*) viene scambiato ad un maggiore *credit spread* rispetto al debito *senior*⁷.

Il promittente-venditore di un contratto CDS darà una quota alla pari per una determinata *reference entity* (e, quindi, al merito di credito attribuito

⁷ Si pensi, ad esempio, in termini di *spread*, alla distanza tra il costo del debito pubblico tedesco considerato *senior* e il costo, da un lato, del debito pubblico italiano (*junior*) e, dall'altro, dei debiti pubblici spagnolo, o addirittura greco i cui titoli vengono considerati *janke bonds* (debito “spazzatura”).

dal mercato all'emittente), all'anzianità e scadenza del debito⁸ e forma di ristrutturazione debitoria.

Esempi

1) Il venditore di un contratto CDS può valutare il premio (la commissione) da pagare per un CDS di 5 anni di durata sul debito *senior* della FIAT con modificate condizioni di ristrutturazioni 100 *basis point*. Il premio alla pari viene calcolato in modo tale che il contratto abbia un valore attuale pari a zero a scadenza. Ciò perché il valore atteso del pagamento del venditore è esattamente uguale e opposto al valore atteso del premio pagato (in un'unica soluzione o ratealmente) dall'acquirente. Il fattore che maggiormente influisce sul costo della copertura è il **merito di credito** (spesso approssimato dal *rating* creditizio) del debito cui si fa riferimento. Un merito di credito inferiore comporta un rischio maggiore che la *reference entity* si riveli insolvente e per questo motivo il costo della copertura sarà più elevato.

2) Un fondo pensione ha sottoscritto 10 milioni di euro di un'obbligazione con scadenza pari a 5 anni emessa dalla Società Rischiosa. Al fine di coprire il rischio di perdere questa somma nel caso in cui la Società Rischiosa sia insolvente, il fondo pensione acquista un CDS dalla Banca Derivati per un importo nominale di 10 milioni di euro ad un prezzo di 200 punti base. A fronte di questa copertura, il fondo pensione paga una

⁸ Chiaramente, il rischio di una modifica avversa delle condizioni di solvibilità dell'emittente, delle condizioni del mercato in cui opera, della liquidità del mercato finanziario e dell'appetibilità dei titoli oggetto del CDS si modifica in funzione della distanza del termine di durata delle obbligazioni, con un rapporto di proporzionalità diretta.

commissione pari al 2% annuo dei 10 milioni (200.000 euro) in rate trimestrali di 50.000 euro alla Banca Derivati.

Qualora la Società Rischiosa non si riveli insolvente, il fondo pensione effettuerà ancora pagamenti trimestrali alla Banca Derivati per 5 anni, vedendo rimborsati (alla scadenza della dilazione prevista) i 10 milioni dell'obbligazione da parte della Società Rischiosa. È da considerare che la dilazione di 5 anni comporta in genere la corresponsione di un tasso d'interesse che – proprio in funzione della previsione della copertura offerta dalla Banca Derivati – potrà risultare meno elevato di quello proposto ad un analogo potenziale debitore (l'emittente delle obbligazioni oggetto d'acquisto) connotato dalle medesime condizioni di rischio (dal punto di vista reddituale e finanziario, o patrimoniale).

Sebbene le rate pagate per la copertura, quindi, riducano obiettivamente il rendimento dell'investimento del fondo pensione, il rischio della perdita che lo stesso avrebbe subito, qualora lo scenario d'insolvenza si fosse verificato, risulta eliminato.

Viceversa, se la Società Rischiosa manifesta la propria insolvenza 3 anni dopo la sottoscrizione del CDS, il pagamento della commissione/premio è interrotto (anche perché risulterebbe revocabile in base alla legge fallimentare; d'altro canto, viene pure interrotto il pagamento dei ratei d'interesse – cedole – sulle obbligazioni) e la Banca Derivati assicura al fondo pensione il rimborso per la perdita di 10 milioni di euro subita.

Un diverso scenario si verificherebbe qualora il merito di credito della Società Rischiosa migliorasse significativamente o qualora essa fosse acquisita da una Società più solida dopo 3 anni: il fondo pensione potrebbe

allora effettivamente eliminare o ridurre la sua posizione nel CDS vendendo sul mercato i rimanenti due anni di copertura.

5. Aspetti speculativi

L'ulteriore possibile impiego dei CDS, e la posizione che solitamente è assunta dalla controparte di tali operazioni, è di tipo speculativo, quando cioè manca una posizione corrispondente sul mercato sottostante (o "*underlying*") dei titoli di debito. Al pari dell'investimento in opzioni su azioni, i CDS danno a uno speculatore la possibilità di realizzare un grosso profitto da variazioni nel merito di credito di una società (è chiaro, però, che il rischio di perdite sul mercato è corrispondentemente elevato).

Ad esempio, se una società ha emesso del debito, e se tale società versa in difficoltà, può essere possibile acquistare il debito precedentemente emesso (solitamente nella forma di obbligazioni) a prezzo scontato. Se la società ha emesso obbligazioni per il valore di un milione di dollari, può essere possibile acquistare il debito per 900.000 dollari da una controparte (come il precedente sottoscrittore) se la società versa in difficoltà e la controparte teme che la società si riveli insolvente (infatti questa controparte accetterebbe di assumere una perdita pur di rientrare di una parte del denaro). Se poi la società non giunge all'insolvenza, lo speculatore vedrebbe ripagata l'obbligazione di un milione realizzando un profitto di 100.000 dollari. Con un CDS, si potrebbe vendere alla controparte una copertura sul suo credito e ricevere 100.000 dollari come premio, e tenere questa somma se la società non si rivela insolvente. In questo caso, si realizzerebbe un profitto di 100.000 dollari senza avere investito alcunché.

È inoltre possibile acquistare e vendere CDS che già sono stati conclusi. Al pari delle obbligazioni, il costo di acquisto dello *swap* da una controparte fluttua in conseguenza delle variazioni nella qualità – cioè, del merito – di credito della società percepite dagli operatori. La differenza è che tali variazioni di prezzo sono molto amplificate rispetto a quelle delle obbligazioni, il che segnala pure la possibilità di utilizzi attivi speculativi di questo strumento finanziario. Per questo motivo un operatore che ritiene che si verificheranno dei cambiamenti nel merito di credito di una società può realizzare dei profitti molto superiori investendo in *swap* piuttosto che nelle obbligazioni sottostanti (parimenti, può realizzare delle perdite molto maggiori).

6. Pricing

Un CDS viene **prezzato**⁹ con l’ausilio di un modello che prende in considerazione quattro dati (o *input*):

- a) il premio all’emissione;
- b) il tasso di *recovery* (“ripresa” o rimborso);
- c) la curva dei tassi d’interesse;
- d) la curva del LIBOR¹⁰

⁹ Si tratta dell’attribuzione di un prezzo al derivato, anche quando questo non transita su mercati regolamentati ma è negoziato OTC.

¹⁰ Cioè il “*London Interbank Offered Rate*”, ovvero il tasso interbancario “lettera” su Londra, un tasso di riferimento, per certi versi analogo all’Euribor, per i Paesi dell’area Euro.

Se non si verificassero mai eventi di insolvenza il prezzo di un CDS sarebbe semplicemente la sommatoria dei flussi di cassa scontati relativi al pagamento del premio. Ma così non è, e i modelli di *pricing* del CDS devono prendere in considerazione la possibilità che si verifichi l'insolvenza – ovvero l'inadempimento dell'obbligato per lo strumento finanziario sottostante – in un momento compreso tra la data di inizio e la scadenza del CDS.

Ai fini della spiegazione si può immaginare il caso di un CDS di durata un anno con data d'inizio t_0 che preveda 4 pagamenti trimestrali del premio nelle date t_1, t_2, t_3 , e t_4 . Se il valore nominale di un CDS è N e il premio (o la commissione) di emissione è c l'ammontare dei pagamenti trimestrali del premio è $Nc / 4$. Se si assume per semplificare che l'insolvenza possa avvenire solo in una delle date fissate per i pagamenti trimestrali del premio ci sono 5 modi in cui il contratto può finire: qualora non si verifichi l'insolvenza, in questo caso i 4 pagamenti del premio sono effettuati e il contratto sopravvive fino a scadenza, o l'insolvenza si verifica in corrispondenza della prima, seconda, terza o quarta data fissata per il pagamento. Per dare un prezzo al CDS si deve dunque assegnare le possibilità relative ai 5 diversi casi, e quindi calcolare il valore attuale del *payoff* di ciascun caso. Il valore attuale del CDS è semplicemente dato dal valore attuale dei 5 *payoff* moltiplicati per la loro possibilità di verificarsi.

7. Livelli e flussi

La *Banca dei Regolamenti Internazionali* ha stimato che il valore nozionale dei *forward* e degli *swap* sul debito emesso assommava a 3.846

miliardi di dollari alla fine del giugno 2004, in crescita rispetto ai 536 miliardi di dollari a fine del giugno 2001.

L'*Office of the Controller of the Currency* ha comunicato che il valore nominale dei derivati creditizi posti in essere da 882 banche censite ammontava a 5.472 miliardi di dollari alla fine del marzo 2006.

L'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* ha comunicato che il valore nominale dei CDS era cresciuto del 52% nella prima metà del 2006, raggiungendo i 2.600 miliardi di dollari.

8. Critiche

Prima della grande crisi del 2008, Warren Buffet (noto finanziere statunitense, tra gli uomini più ricchi al mondo secondo il mensile “*Forbes*”) ha definito in una famosa frase i derivati come “armi finanziarie di distruzioni di massa”. Nel *report* annuale agli azionisti Buffet scriveva:

« Se i contratti derivati non vengono collateralizzati o garantiti, il loro reale valore dipende anche dal merito di credito delle controparti. Allo stesso tempo, comunque, prima che il contratto sia onorato, le controparti registrano profitti e perdite – spesso di enorme entità – nei loro bilanci senza che un singolo centesimo passi di mano. La varietà dei contratti derivati trova un limite solo nell’immaginazione dell’uomo (o talvolta, a quanto pare, del folle)».

EQUITY SWAP

Gli *equity swaps* costituiscono derivati abbastanza complessi, generalmente impiegati in situazioni dove svolgono funzioni molteplici.

La loro posizione di mercato trova un buon termine di paragone nelle *equity options* menzionate in precedenza, ma impongono all'investitore di scegliere una posizione in relazione ad un istituto di credito. Dunque, potrebbe apparire vantaggioso se il presupposto di entrambi non fosse lo stesso, vale a dire un'obiettiva posizione di diversa cultura finanziaria tra le due parti del rapporto contrattuale. Infatti, almeno di solito, il cliente – specialmente se "al dettaglio" (o *retail*¹¹) – non possiede la medesima "cultura finanziaria" (vale a dire, il livello di informazione) che è invece proprio di un intermediario finanziario.

1. La struttura dell'operazione.

Si tratta, in generale, di un CFD, cioè di un *contract for difference* (o “contratto finanziario differenziale”), ai sensi dell’art. 1, comma II, lett. i), TUF, concluso in genere come OTC tra un intermediario ed un suo cliente.

Si riscontrano, infatti, sia *equity swap* con un solo “versante” azionario¹² – che può essere rappresentato da una azione o da un intero indice azionario – sia *swap su azioni* dove entrambi i versanti (la prassi – a livello internazionale – preferisce l'espressione *legs*, cioè gambe) sono costituiti da singole azioni o indici azionari.

¹¹ È chiaro che la stessa cosa non vale sempre se, invece, si tratta di clienti professionali, pubblici o privati che siano.

¹² Mentre l'altro termine di confronto (o *leg*, in inglese) è una obbligazione o comunque un titolo di debito a reddito fisso.

La **prima tipologia**, generalmente presente sul mercato londinese, vede la parte “finanziaria” dell’operazione incentrata sul LIBOR (piuttosto che sull’EURIBOR). Questi costituiscono entrambi un tasso d’interesse variabile (o *floating rate*), da raffrontare all’andamento dell’investimento un una singola azione con quello dell’*equity swap* sottoscritto a copertura (chiaramente, in tal caso a posizione inversa rispetto all’investimento nel sottostante).

Il contratto prevede normalmente l’acquisto, da parte di una società Alfa S.p.a., di azioni per conto di Beta S.p.a. per rivenderle a termine a prezzi prestabiliti. A chiusura del contratto, in teoria, si può prevedere il «**cash settlement**» (vale a dire, un regolamento in contanti), in funzione dell’andamento di un. *equity swap*

Il rendimento dell’azione – nel periodo – viene confrontato con l’andamento del. LIBOR; in tal modo, però, è da porre in esame non solo il trattamento fiscale dei vari tipi d’investimento (nell’augurio che la scelta delle modalità d’imposizione non distorca eccessivamente le scelte del mercato; ad es., data la tassazione dei rendimenti azionati).

In sostanza, il soggetto che si trova in una posizione per cui l’investimento azionario o obbligazionario ha generato dei flussi di cassa positivi – cioè, superiori a quelli conseguiti dall’altro – trasferirà all’altro il vantaggio che esso ha conseguito (per effetto di un aumento di valore del sottostante, azionario o obbligazionario che sia, o dei flussi di rendimento incassati, come dividendi o cedole per interessi).

La **seconda tipologia**, invece, mira a porre in relazione o l’investimento in un’azione data con quello dell’indice azionario di riferimento (sì da poter valutare la *performance* del titolo e giudicarlo – come tipo d’investimento –

aggressivo o, all'opposto, difensivo), oppure direttamente d'investimento nell'azione Alfa con quello nell'azione Beta.

A fronte del pagamento di un **premio** da parte del cliente, l'intermediario assume l'obbligo di calcolare il differenziale tra i flussi. È evidente – anche in questo caso (e persino più che a proposito dei *plain vanilla swaps* di cui alla lezione 7) – **l'obbligo di versare la differenza**, che ricade in generale sulla parte che ha sofferto un'imprevista e negativa evoluzione sul mercato del sottostante.

2. La funzione socio-economica.

In tal modo, **la funzione del contratto** sembra essere quella di rendere indifferente per l'investitore il tipo d'investimento effettuato in concreto (azionario o obbligazionario che sia), dunque una tipica **funzione di copertura** per investitori già esposti sul sottostante.

È evidente, però, che quando l'investitore non è “in posizione” rispetto al sottostante (quindi non ha nel suo portafoglio azioni o obbligazioni) la stipulazione di un *equity swap* può svolgere una funzione solamente speculativa: in tal caso, l'investimento in *equity swap* potrebbe sostanzialmente sostituire quello in azioni o in obbligazioni. da questo punto di vista, allora, potrebbe essere rilevante constatare una differenza di imposizione tra l'investimento in azioni o obbligazioni e quello in *swap*. Se effettivamente l'investitore in *swap* non dovesse pagare tasse analoghe a quelle previste ad esempio in caso di investimento azionario, per i rendimenti generati dal prodotto derivato si potrebbe constatare una distorsione del mercato finanziario. Gli investitori più sofisticati potrebbero

passare da un investimento diretto nel sottostante ad un investimento “mediato” attraverso un’operazione di *equity swap*.

D’altro canto, la funzione del contratto – quando entrambi i versanti sono rappresentati da singole azioni, ovvero da un’azione e un indice azionario – sembra essere piuttosto quella di **mettere a confronto** o gli andamenti di mercato di due azioni singole, o quello di una singola azione con l’andamento di un indice azionario.

Anche il secondo tipo di *equity swap* lo si riscontra di frequente presso il LONDON STOCK EXCHANGE. A differenza del precedente, esso è basato sul confronto tra l’investimento su due azioni o tra quello di un’azione e l’indice azionario di riferimento, ma sembrerebbe essere proprio di investitori che svolgono la funzione di “arbitragisti”. Questi, infatti, si muovono in funzione di differenze – sul piano dei prezzi o sul piano del trattamento fiscale – relative al medesimo prodotto finanziario, quotato su mercati distinti.

Occorre considerare che solitamente l’investimento in indice ha una funzione di “copertura” rispetto ad un investimento già effettuato in precedenza su singole azioni (*short edge*), il che spiega l’utilità di questa tipologia di *swap*.

3. Critiche

Questo strumento finanziario, come il *credit default swap* ha generato una quantità di “esposizioni”, frutto per lo più dell’azione di intermediari finanziari mossi da un evidente intento speculativo, patologico, nella misura in cui ha prodotto storicamente l’attuale crisi dei mercati che dal 2008 ad oggi (2013) si è addirittura trasformata in crisi dell’economia reale, indotta da una terribile crisi sul versante della domanda.

L'entità del mercato degli strumenti finanziari derivati di cui abbiamo appena parlato è arrivata ad essere più di quattro volte rispetto agli strumenti finanziari (azioni ed obbligazioni) rappresentativi dell'economia reale. Pertanto, è del tutto evidente la necessità di una nuova regolamentazione del settore finanziario, proposta già avanzata da una parte della cultura e politica statunitense (di cui si è fatta portavoce la stessa amministrazione Obama), ma sostanzialmente rifiutata dalle *lobbies* massonico-finanziarie americane e anglosassoni. Per quanto attiene la posizione espressa dall'Unione Europea – si ricorda in proposito che la Gran Bretagna ha assunto una posizione di relativa distanza (infatti hanno mantenuto la sterlina) rispetto ad una propria adesione all'Unione Europea, atta ad evitare l'applicazione delle direttive sui mercati finanziari (MIFID) – è da considerare che, in attesa dell'adozione di una nuova direttiva dopo la MIFID, le singole realtà nazionali hanno scelto di procedere con una serie di regolazioni ulteriori, come ad esempio il nostro Paese emanando il Regolamento Emittenti nella versione 2010 (v. lezione 11).

Finché mancherà una regolazione a livello internazionale, però, sarà sempre possibile per gli speculatori scegliere di operare a partire dalla realtà nazionale che prevede il sistema a regolazione più blanda.