

Gabriele Racugno

## 15. Lo swap

*Swap* è vocabolo di terminologia comune inglese che in italiano viene tradotto con «baratto», cioè lo scambio di una cosa per un'altra da parte di due persone, ed è caratterizzato dalla convenienza per entrambi i contraenti di barattare piuttosto che comprare nel mercato. Lo scambio viene definito di *commodity* (*commodity swap*) quando l'oggetto dello scambio è costituito da beni materiali.

L'art. 1, comma 2°, lett. g), d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.u.f. – testo unico della finanza), nel testo antecedente alla modifica operato dall'art. 1, comma 1°, lett. h), d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, annovera fra gli strumenti finanziari «**i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti**». Il legislatore qualifica nominalmente il contratto di *swap*, incentrandone la nozione sull'accordo per «scambi futuri», ma non ne indica la disciplina. Di qualche utilità può essere a questo punto ripercorrere le origini del mercato degli *swaps*, tradizionalmente risalenti agli inizi degli anni ottanta del secolo appena decorso in occasione di un'operazione conclusa fra l'IBM e la World Bank.

Questi i passaggi salienti della dinamica contrattuale secondo la ricostruzione desumibile dalla letteratura economico-finanziaria.

L'IBM, che aveva emesso un prestito obbligazionario di 1 miliardo di dollari e nel contempo aveva proceduto a finanziarsi in marchi e franchi svizzeri, nell'anno 1981, di fronte ad una costante rivalutazione del dollaro nei confronti di queste divise, stipulava un accordo con World Bank in forza del quale, in una prima fase, questa si indebitava sul mercato dell'eurodollaro (dove aveva facilità di accesso a costi contenuti) emettendo obbligazioni a cedola fissa in dollari, aventi una durata corrispondente a quella delle obbligazioni IBM; in una seconda fase, IBM e World Bank si scambiavano le posizioni debitorie: World Bank, assumendosi l'obbligo di soddisfare per conto di IBM i creditori in marchi e franchi svizzeri; IBM di ripagare i creditori in dollari. A conclusione dell'operazione, IBM aveva trasformato la propria esposizione già in dollari e marchi e franchi svizzeri integralmente in dollari, procurandosi un consistente vantaggio in termini differenza di cambio.

Il contratto di *swap* risulta così caratterizzato dallo scambio di *flussi di*

*Gli strumenti. Le operazioni bancarie, i contratti di credito e di finanziamento*

cassa, secondo una struttura modellata su un doppio scambio rovesciato (uno a «pronti», l'altro a «termine»), nella specie operando con debiti preesistenti, che peraltro possono essere anche contestuali alla conclusione dello *swap*.

La sequenza dell'operazione, ricalcando gli schemi offerti dalla pratica, può essere così ricostruita:

- a) scambio iniziale fra due parti di capitali espresse in due divise diverse;
- b) scambi di flussi pari agli interessi delle valute cui si riferisce lo *swap*, effettuati nel periodo contrattuale compreso fra la data iniziale del contratto e quella di scadenza;
- c) restituzione, alla scadenza, dei capitali iniziali con lo scopo di consentire alle due parti l'estinzione del debito.

Presupposto e conseguenza dei vari tipi di *swap* dovrebbe essere un risparmio in termini di costi per entrambe le parti.

Lo *swap* si presenta, nella sua essenza, come un **contratto nominato** (ma **atipico** in quanto privo di disciplina legislativa), **a termine, consensuale, oneroso e aleatorio**, contraddistinto dallo scambio di ricchezza finanziaria e destinato ad essere influenzato dalle dinamiche del mercato ed a perdere così la propria unitarietà per adeguarsi alle esigenze economiche delle parti. La funzione economica del contratto consiste nella **copertura di un rischio mediante un contratto aleatorio**, stipulato di norma tra un operatore economico e un intermediario finanziario (o una banca), con la finalità di depotenziare le incertezze connesse ai costi dei finanziamenti oppure ai costi delle variazioni di cambio. Va precisato peraltro che accanto alle operazioni di *swap* effettuate per finalità di controllo e gestione del rischio (*hedging*), sono presenti nel mercato anche operazioni originate con finalità speculative (*trading*). Si realizza questa fattispecie quando il soggetto che conclude il contratto derivato non si trova in una preesistente situazione d'indebitamento a tasso variabile (da cui deriva il rischio), ma acquista lo strumento finanziario al fine (auspicato) di speculare sul possibile andamento vantaggioso degli indici sottostanti. Se il contratto finanziario ha finalità meramente speculativa, una parte della giurisprudenza lo considera non meritevole di tutela.

Circa la forma che deve rivestire il contratto di *swap*, la giurisprudenza, prendendo le mosse dall'art. 23 T.u.f. – secondo il quale i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento debbono essere redatti per iscritto a pena di nullità – ha chiarito che, una volta assolto l'onere del rispetto della forma per il contratto normativo di servizi, «**i singoli negozi speculativi di esecuzione del contratto di servizi non debbono necessariamente essere stipulati per iscritto**».

Nella grande varietà di schemi negoziali è possibile distinguere tre tipologie di *swap* sulla base dei flussi finanziari scambiati:

Gabriele Racugno

- swap di interessi (*interest rate swap*);
- swap di valuta (*currency swap*);
- swap su indici azionari (*equity swap*).

Nell'*interest rate swap*, meglio noto come IRS, due parti, che si sono obbligate con terzi a tassi differenti (una indebitata a tasso fisso e l'altra a tasso variabile, con la prospettiva, rispettivamente, di riduzione e di aumento dei tassi) convengono di regolare, alla scadenza di ciascun periodo di maturazione di interessi, la differenza fra i due ammontari. Un tipico schema è quello in cui una parte A si impegna a pagare all'altra parte B, flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad un prefissato *tasso fisso* su un capitale nominale, per un certo numero di anni. Contemporaneamente, B si impegna a pagare ad A flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad un *tasso variabile* sullo stesso capitale, per lo stesso periodo di tempo. Mediante un *interest rate swap* una società può trasformare il suo debito a tasso variabile o a breve termine in un debito a tasso fisso e medio-lungo termine. Con questo *swap* è possibile indicizzare i mutui ipotecari a tasso fisso. Di regola il contratto è stipulato direttamente tra due controparti, solitamente bancarie, che si scambiano flussi calcolati su un tasso fisso contro un tasso variabile sulla base di un importo nozionale. Il rischio controparte di un IRS dunque è essenzialmente un rischio bancario: ma l'ultimo anello di questa catena è inevitabilmente il sottoscrittore del mutuo ipotecario.

Nel *currency swap*, il contratto ha la funzione di tenere indenne l'operatore (il cliente) dal rischio di oscillazione del cambio fra diverse valute nel periodo intercorrente fra il momento in cui ha maturato un credito in valuta estera e il momento della scadenza. L'intermediario finanziario si impegna a pagare alla scadenza del credito una somma pari alla differenza di cambio rispetto al tempo della stipula del contratto, con conseguente guadagno dell'operatore se la moneta nazionale si sarà nel frattempo rivalutata.

Nell'*equity swap*, una parte (normalmente l'intermediario) paga il rendimento di un titolo azionario o di un indice alla controparte (normalmente l'investitore), che, in cambio, paga un tasso di interesse fisso o variabile, con regolamento periodico dei flussi (di solito ogni tre mesi): il ritorno dell'investimento in azioni può essere positivo o negativo.

Nelle varie tipologie di *swap* il contratto si esegue con la liquidazione delle differenze di modo che, alla scadenza del contratto, una sola delle parti risulterà debitrice nei confronti dell'altra. Di qui la qualificazione (seppure non sempre condivisa dalla dottrina) dello *swap* quale **contratto differenziale**.

In quest'ottica di redistribuzione del rischio che caratterizza il contratto di *swap*, un significativo ruolo assumono le operazioni di *domestic currency swap*, in cui non si ha uno scambio effettivo di capitali, bensì semplicemente il pagamento a scadenza di una somma pari alla differenza fra il controvalore in moneta nazionale di un determinato importo in divisa estera al momento della conclusione del contratto, e il controvalore in moneta nazionale

*Gli strumenti. Le operazioni bancarie, i contratti di credito e di finanziamento*

che il medesimo importo della stessa divisa ha alla *scadenza convenuta*. Esemplicativamente: il controvalore in euro del debito di A in dollari era al momento della conclusione del contratto di 1.000, e alla scadenza di 1.100 (a causa del deprezzamento dell'euro sul dollaro). B dovrà ad A la differenza di euro 100, che è pari, al cambio, ai dollari che B avrà risparmiato per essersi la valuta in cui si era indebitato (il dollaro) apprezzata sull'euro.

Vicende del genere suppongono l'incontro tra due operatori economici che abbiano esigenze simmetriche ma opposte: fatto teoricamente possibile ma nella pratica assai difficile a verificarsi. Donde la normale presenza di un intermediario finanziario (il c.d. *market maker*) che concludendo un gran numero di *swap* (e anche di contratti di tipo diverso) è in grado di bilanciare, a livello di massa, operazioni di segno opposto, ricevendo una remunerazione per tale servizio. Così che lo *swap* vede generalmente quali *parti non già due operatori, ma uno di questi e l'intermediario finanziario*.

Gli *swaps* costituiscono una delle più recenti innovazioni dei mercati finanziari nell'ambito degli **strumenti derivati**, cioè quegli strumenti finanziari il cui profilo costo/rendimento deriva dai parametri di costo/rendimento di strumenti «principali», chiamati *sottostanti* (*underlying*), che possono essere materie prime, valute, tassi di interesse, titoli, indici azionari. La negoziazione degli strumenti derivati non determina la circolazione della ricchezza, ma unicamente il trasferimento del rischio inerente alle sue oscillazioni di valore. L'operatore sfrutta un momentaneo *disallineamento* tra l'andamento del mercato derivato e quello sottostante, vendendo uno strumento e acquistando l'altro in modo da ottenere così un profitto, così da «cogliere valore» dal mercato. Oggigiorno vengono annualmente stipulati contratti per centinaia di milioni di dollari in tutto il mondo attraverso negoziazioni di nuovi prestiti, considerato che le imprese si dirigono generalmente verso il mercato dove ritengono di conseguire un «vantaggio comparato» al fine di immunizzarsi dalle fluttuazioni. La finanziarizzazione dell'economia è avvenuta attraverso questi strumenti. Deve peraltro aggiungersi che i prodotti derivati sono strumenti complessi, destinati ad investitori professionali o, quanto meno, a soggetti che siano in grado di valutare e gestire correttamente i relativi rischi; tenendo presente che, come per ogni prodotto, anche industriale, c'è quello di alta qualità e quello più scarso.

La circostanza che attraverso gli *swaps* vengono ricoperte o modificate posizioni di **rischio**, con bilateralità dell'alea che costituisce un tratto caratterizzante delle operazioni di *swap* (in quanto la posizione di debito o di credito di una delle parti dipende dal verificarsi di un evento incerto, in nessun modo influenzabile dai contraenti), ha indotto in un primo tempo la dottrina a qualificare il contratto nell'ambito del gioco e/o della scommessa, con conseguente applicabilità della disciplina dell'art. 1933 c.c., secondo cui non compete azione per il pagamento di un debito di gioco o scommessa. Le incertezze in proposito sono peraltro ormai superate con il recepimento della direttiva 93/22/Cee relativa ai servizi di investimento

Gabriele Racugno

nel settore dei valori mobiliari ad opera del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, ora confluito, per quel che qui rileva, nel comma 5° dell'art. 23 T.u.f., che esclude espressamente l'applicazione dell'art. 1933 c.c. ai contratti derivati, tra cui lo *swap*, a condizione che essi si pongano «nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento».

Sussiste piuttosto la possibilità di una responsabilità dei consulenti finanziari, ed in particolare delle banche, ove abbiano mal consigliato la clientela (considerata l'asimmetria informativa che sussiste tra le parti) nella sottoscrizione di contratti di *swap* al fine di proteggerla dal rialzo dei tassi, specie con il passaggio da un tasso fisso ad uno variabile, come pure con una manovra inversa. La prima operazione comporta necessariamente l'esposizione al rischio di rialzo dei tassi di interesse; la seconda, riducendo il rischio, può comportare un maggior costo del debito. In proposito la Corte dei Conti ha individuato quattro criteri che debbono essere osservati dagli enti territoriali che intendono sottoscrivere derivati: i) riduzione del costo finale del debito; ii) riduzione dell'esposizione ai rischi del mercato; iii) accessorietà rispetto a passività effettivamente dovute; iv) contenimento dei rischi dei crediti assunti.

Nelle operazioni su derivati in genere assumono ora significativo rilievo le relazioni banca-cliente alla luce della c.d. direttiva **Mifid** (*Markets in Financial Instruments Directive*, recepita dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164), che ha dettato nuove regole secondo le quali investitori, intermediari, mercati ed anche Autorità debbono comportarsi nell'ottica di personalizzare la consulenza in materia di investimenti riguardo alle operazioni relative ad un determinato strumento finanziario sulla base delle caratteristiche del cliente, generalmente fornito di limitata capacità di valutare il rischio di credito. Può così accadere che l'intermediario non si limiti a una pura funzione di intermediazione tra le parti, ma assuma il rischio del contratto, chiudendolo direttamente con la controparte: in questo caso l'intermediario utilizzerà anche altri strumenti, quali i contratti *futures*, per coprire il portafoglio di *swaps*.

Lo *swap* viene utilizzato anche come scambio di crediti tra banche, analogamente ad uno scambio di cambiali con il quale una banca riceve in cambio non danaro contante, ma un altro credito da incassare. Lo *swap* viene girato come una cambiale, con la differenza che con la girata delle cambiali non è però possibile cambiare lo schema del debito, ossia del capitale da rimborsare, degli interessi e delle scadenze, mentre le clausole che accompagnano le operazioni mediante *swap* consentono variazioni unilaterali e senza preavviso che possono mutare radicalmente la natura del contratto, con la conseguenza che un mutuo a tasso fisso si tramuta in tasso diverso. Il contratto di *swap* tipicamente abbina un cliente con un mutuo a tasso variabile con un mutuo a tasso fisso, e consiste in uno scambio di tassi di interesse passivi (clienti verso banca) ossia uno scambio di debiti, invisibile alle banche interessate per le quali il titolare del mutuo resta lo stesso.

*Gli strumenti. Le operazioni bancarie, i contratti di credito e di finanziamento*

Come si desume dalle analisi specialistiche, lo schema dei flussi finanziari è quello di un cliente A che ha un mutuo a tasso fisso e inizia a pagare alla SGR (Società Gestione Risparmio) un mutuo a tasso variabile di un cliente B; la SGR darà il denaro non direttamente alla banca di B (non la conosce), ma al cliente B che pagherà la sua banca. In cambio il cliente A riceverà le rate del suo mutuo a tasso fisso dalla SGR, pagatele dal cliente B. Se il contratto non prevede che la SGR sia garante del debito, nel caso di insolvenza del cliente B, il cliente A dovrà pagare due mutui: il proprio senza ricevere somme dalla SGR in quanto B è insolvente, e quello di B alla sua banca poiché resta valido l'impegno con la SGR.

Una grande varietà dunque di schemi negoziali ideati dagli operatori economici, riconducibili, in larga massima, alle figure della permuta e della vendita, in particolare della vendita a termine di titoli di credito. Peraltro in questi ultimi anni vi è stata una standardizzazione di modelli contrattuali di *swap* favorita dalla predisposizione di appositi contratti-tipo da parte delle associazioni di categoria (*Master Agreements*, a cura della ISDA - *International Swap Dealers Association*; e, per le operazioni fra banche e società finanziarie residenti in Italia, i «modelli» dell'ABI-Associazione bancaria italiana), che le controparti abituali possono recepire in appositi accordi normativi destinati a disciplinare le future operazioni fra di esse. In tal caso, per ciascuna operazione si procederà allo scambio di pro-memoria degli accordi intervenuti («conferme»), contenenti semplicemente le condizioni economiche dell'operazione.