

LO SWAPSUI TASSI DI INTERESSE, O *INTEREST RATE SWAP* (IRS)

di **RICCARDO GOTTEDESCHI**

Direttore Dipartimento Economia, Diritto ed Istituzioni del Centro Tocqueville-Acton

Nell'ambito delle tre tipologie riconosciute di contratto derivato – contratti a termine o *futures*, opzioni e *swaps* – questi ultimi costituiscono uno strumento finanziario dalle caratteristiche più diverse che ben si presta ai distinti interessi delle parti contraenti. Lo *swap* è stato qualificato come “*strumento multiuso o polivalente*” poiché può soddisfare interessi molteplici: di cd. *hedging*, di *trading*, o di arbitraggio¹. La molteplicità di applicazioni e la diffusione di modelli sempre più numerosi attestano la particolare duttilità e adattabilità di questo schema contrattuale alle esigenze del commercio e dell'attività d'impresa².

In generale gli *swaps* pongono in essere delle operazioni finanziarie costituite da contratti a medio o lungo termine in base ai quali due controparti si accordano per scambiarsi flussi monetari normalmente riconducibili ad attività (o passività) finanziarie³ assunte dai contraenti stessi.

Se pertanto la *ratio* dell'operazione è lo scambio, non si può prescindere dall'enfatizzare che il dato di partenza più logico, la definizione del contratto *de quo*, si presenta piuttosto difficile e tormentato, ma non per questo meno interessante, soprattutto se si considera che all'interno dello *swap* si celano una serie di figure nate nella prassi delle transizioni finanziarie e, per questo, difficili da distinguere negli esatti contorni.

Nel corso dell'operazione, laddove le parti si impegnano a dar luogo al primo scambio e a compiere successivamente l'operazione inversa ad una data futura prestabilita ed alle stesse condizioni, non può essere ignorata la connotazione del *rischio*, che incide inevitabilmente sulla causa del contratto. Questa caratteristica ha permesso, agli inizi, che si riconducesse la figura dello *swap* alla scommessa, come assimilata ad essa, poiché si è ritenuto che il rischio non preesistesse alla stipulazione dell'accordo, ma bensì che fosse appositamente creato dalle parti con la stipula dell'accordo medesimo. Questo aspetto verrà approfondito più avanti.

¹ L'arbitraggio consiste nel bloccare un profitto privo di rischio entrando simultaneamente in transazioni che riguardano due o più mercati. Cfr. F. Rossi, “*Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*”, in Banca, Borsa e titoli di credito, 1993, p.612

² M. Ferrario, “*Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*”, in I contratti, n.3/2000, p.259

³ I flussi finanziari possono riferirsi a oneri oppure a rendite: in quest'ultimo caso si parla di “*asset swaps*”

Vanno anzitutto delineate le caratteristiche generali del contratto di *swap*:

- i) le operazioni (di investimento o di indebitamento) che avvengono sul mercato devono avere la medesima scadenza;
- ii) i flussi finanziari da pagare al mercato (o da ricevere) devono avere ugualmente la stessa scadenza;
- iii) il rapporto tra le due controparti non è diretto ma prevede l'interposizione di un intermediario finanziario che si pone in contropartita diretta tra i due operatori finali assumendosi il rischio di credito nei confronti di entrambi;
- iv) ognuna delle due controparti rimane impegnata nei confronti del mercato in base alla forma tecnica dell'indebitamento contratto.

L'*Interest Rate Swap*, o swap sui tassi di interesse, è sicuramente il prodotto che ha riscosso il maggior successo sui mercati finanziari mondiali, anche se nel nostro paese è arrivato tardi e non ha ricevuto l'accoglienza riservata altrove. Si tratta, nella sua configurazione più semplice, di un *agreement* fra due parti, nel quale ciascuna delle due conviene di pagare all'altra, in date prestabilite, un flusso di interessi calcolato su un capitale di riferimento (il cd. *notional amount*), in base a diversi criteri di fissazione di tasso ovvero a diversi indici. Nella fattispecie contrattuale, il *notional amount* (ovvero l'importo nominale) assolve, per l'appunto, ad una funzione meramente contabile: il debito o credito sottostante - ai quali i flussi di interesse fanno appunto riferimento specifico, in realtà non vengono trasferiti né all'inizio né alla conclusione della transazione. Lo scambio può risolversi anche in un versamento per *netting*, vale a dire per la sola differenza esistente fra i due *cash-flows*, senza che solo per questo vengano meno le caratteristiche di "scambio" proprie del contratto in questione. Lo scambio può avvenire fra flussi calcolati in base a diversi criteri (ad esempio tasso variabile contro tasso fisso) o a diversi indici (di tasso variabile), si può dunque avere – come verrà spiegato - un *coupon swap* ovvero un *basis swap*.

Nel suo schema base, l'*Interest Rate Swap* prevede che uno dei due contraenti paghi all'altro dei flussi ad un tasso fisso, e riceva contestualmente dei flussi ad un tasso variabile, generalmente indicizzato ad un parametro finanziario significativo, quale può essere l'Euribor o il Libor, solitamente a tre o a sei mesi. Come già rilevato, gli interessi sono calcolati su un capitale di riferimento che viene convenzionalmente predefinito senza che sia oggetto di scambio tra le parti. Questa tipologia di *interest rate swap*, attraverso cui si procede allo scambio di interessi, è comunemente denominata *coupon swap*, o "*fixed to floating*".

Dal momento che il capitale di riferimento è solo un parametro per il calcolo degli interessi, gli unici flussi di cassa effettivamente scambiati sono dunque quelli relativi agli interessi stessi. A seconda che

siano tenuti a pagare o ad incassare un flusso di interessi a un tasso fisso, i due contraenti vengono rispettivamente definiti “*fix payer*” e “*fix receiver*”.

Ad esempio, una società in difficoltà economiche, la quale a causa del suo basso *rating* di credito si trovi nell'impossibilità di ottenere finanziamenti a lungo termine, può utilizzare tale strumento. In questo modo la società potrà trasformare il suo debito a tasso variabile (e a breve termine) in un debito a tasso fisso e a medio/lungo termine. L'esigenza della società, in questo caso, è evidentemente quella di coprirsi (“*hedging*”) dal rischio di perdite, mentre la controparte si assume il rischio che il tasso variabile diventi più basso del tasso fisso.

Un caso pratico può essere chiarificatore.

Si consideri una società X che si sia finanziata per 100 milioni di Euro al tasso fisso del 4.75% annuo. Se tale società stipula un contratto *swap* in cui riceve il 4.5% annuo su un nominale nozionale pari a quello del finanziamento e paga un tasso variabile dato dal Libor a 12 mesi, l'effetto netto per la società X è quello di pagare il tasso Libor + 25 punti base annuo. Tale operazione, che consente la trasformazione del prestito da uno a tasso fisso ad uno a tasso variabile, può risultare particolarmente appetibile per la società X in una ipotesi di tassi discendenti. In modo del tutto analogo una attività a tasso variabile può essere convertita in una attività a tasso fisso.

E' interessante notare che le parti possono accordarsi affinché entrambi i tassi siano variabili: il “*floating to floating*”, o *basis swap*, è il contratto in forza del quale una delle due controparti paga all'altra flussi indicizzati ad un parametro finanziario (“tasso variabile 1”, ad esempio) ricevendone flussi indicizzati ad un parametro finanziario diverso (“tasso variabile 2”).

Nell'applicazione pratica, il principale utilizzo dell'*interest rate swap* è legato alla gestione di consistenti portafogli di crediti o d'investimento. Una volta stipulati, crediti, prestiti o portafogli d'obbligazioni non possono sempre essere facilmente convertiti nel caso in cui ci si aspettano mutamenti dei tassi d'interesse. Con l'*interest rate swap* è dunque possibile modificare il vincolo ai tassi e al tempo stesso mantenere la posizione di base. Questo accade quando il titolare di un'obbligazione con una durata residua, per ipotesi, di cinque anni, teme un rialzo dei tassi d'interesse e il conseguente ribasso dei corsi dell'obbligazione. Stipulando uno *swap*, egli può cautelarsi contro il rischio sul tasso senza dover vendere l'obbligazione.

Tramite l'obbligazione, il titolare ottiene un tasso d'interesse fisso che paga alla banca solo nell'ambito dell'*interest rate swap*; la banca, invece, gli paga in corrispettivo gli interessi variabili. Si compensano in tal modo i pagamenti d'interessi fissi e, nel caso in cui gli interessi salgano realmente ad ogni *fixing*, l'investitore ottiene dei pagamenti d'interessi superiori. Se quanto temuto non si verifica, ottiene invece un interesse inferiore.

L'utilizzo degli *interest rate swaps* può essere vantaggioso per ottimizzare il debito per le seguenti ragioni:

- v) gli IRS lasciano inalterato il rapporto giuridico dell'operazione sottostante;
- vi) sono flessibili e facilmente adattabili alla struttura del debito;
- vii) pur non andando a incidere sull'operazione sottostante, gli IRS consentono di intervenire sulla remunerazione del finanziamento;
- viii) possono essere conclusi per durate più brevi della vita del debito e per un ammontare parziale;
- ix) possono essere rinegoziati o estinti con rapidità e facilità.

I “*currency swaps*” vanno distinti dagli *interest rate swaps*, sebbene possano esserne considerati una tipologia, dal momento che essi prevedono che le parti si scambino flussi di interessi denominati in due differenti valute, di norma entrambe a tasso fisso, con il reciproco impegno di effettuare l'operazione opposta alla scadenza del contratto ed alle medesime condizioni.

Con il “*cross currency interest rate swap*”, invece, i flussi oggetto dello scambio avvengono sì in due diverse unità monetarie, ma ad interessi calcolati ad un tasso fisso o variabile. Risulta pertanto chiaro che l'elemento del rischio è qui correlato sia al valore della valuta che al tasso degli interessi⁴.

L'atipicità del contratto *de quo* mostra indubbiamente una certa versatilità. Mentre con i *coupon swaps* gli interessi sono dunque relativi alla stessa valuta, le due tipologie di “*currency swaps*” permettono alle parti di scambiarsi flussi di interesse espressi in valute diverse. La differenza sostanziale tra i due tipi di contratto è che, mentre nell'*interest rate swap* formano oggetto dello scambio i soli flussi periodici denominati nella medesima valuta, e non anche il capitale di riferimento (il cd. *notional*), nel “*currency swap*” vengono scambiati anche i capitali iniziali e finali ai quali si riferisce l'operazione, dunque l'*underlying*.

La natura e l'oggetto del contratto. Per valutare quale sia l'oggetto del contratto occorre sottolineare la distinzione tra il *differenziale*, ovvero il contratto appunto *derivato*, e il cd. *underlying*, ovvero il contratto sottostante. Il principio è che tra contratto sottostante (ovvero l'*underlying instrument*) e contratto derivato (con il quale le parti si scambiano il differenziale) sussista una assoluta e permanente separazione, che assicura l'individualità e l'autonomia di quest'ultimo e dunque connota lo strumento finanziario di una « astrattezza pura »⁵.

⁴ Secondo G. Catalano in *Foro It.* 1992, IV, 309, “...tertium datur: il cross-currency interest rate s., o s. sui tassi d'interesse in valuta differente, non può essere tout court assimilato ad una delle due species cui sopra si cennava, proprio perché ne assomma le caratteristiche di entrambe”.

⁵ E. Girino, “*I contratti derivati*”, pp.170-173

E' noto che, al momento dell'introduzione di questi strumenti finanziari, nella prassi commerciale si era diffuso il timore che il contratto di *swap* potesse essere ricondotto alla figura della scommessa, e quindi fosse applicabile l'eccezione di cui all'articolo 1933 del Codice Civile, che prevede la mancanza di azione per la ripetizione del pagamento di un debito di gioco o di scommessa. Non è una novità, del resto, che anche la posizione della giurisprudenza anglosassone, come nel caso *Hazell c. Hammersmith e Fulham London Borough Council*⁷ fosse stata piuttosto severa⁷.

La prima giurisprudenza ha rimarcato l'intenzione delle parti come fattore determinante. Il Tribunale di Milano, in due sue ordinanze, ha osservato che lo *swap*, ove stipulato a fini speculativi e non a fini di copertura, non corrisponderebbe ad *“una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito”*, e va pertanto qualificata *“come scommessa non azionabile ex art.1933 cod. civ.”*⁸.

Queste due pronunce fanno in qualche modo eco alla dottrina, che si è assestata su posizioni non dissimili, sottolineando la sostanziale differenza tra *swaps* posti in essere a fini di copertura – causalmente giustificati - e *swaps* meramente speculativi, causalmente ingiustificati e pertanto assimilabili alla scommessa. Il fine speculativo escluderebbe la tutela del credito equiparando la fattispecie a quella della scommessa, pur nella costanza di una prassi contrattualistica che ha predisposto moduli con specifico riferimento al fine di *hedging* sottostante ai contratti.

C'è stato tuttavia contrasto sulla assimilazione alla fattispecie della scommessa. Il meccanismo aleatorio, nello *swap*, trova la sua giustificazione nella funzione oggettiva dello strumento, che consiste nell'attuare uno scambio di flussi finanziari disomogenei, ossia uno scambio di diritti di credito aventi per oggetto la dazione di somme di danaro diverse fra loro in quanto parametricate a differenti meccanismi di indicizzazione. Si può dunque immaginare una sorta di permuta finanziaria, dove il denaro scambiato non fungerebbe da prezzo, ma troverebbe la sua ragion d'essere proprio nella disomogeneità finanziaria delle reciproche prestazioni pecuniarie in ragione delle diverse variabili del caso (valute, scadenze delle obbligazioni, parametri applicati).

La funzione di utilità dello *swap*, che lo collocherebbe fuori dall'area della scommessa, è spiegata anche dal fatto che in esso vi è dipendenza tra evento incerto (parametri di riferimento) ed entità della prestazione, mentre nella scommessa il rapporto tra prestazione ed evento aleatorio è assolutamente

⁶ House of Lords, sentenza del 24-1-1991

⁷ Tanto da aver inaugurato *“quello che potrebbe essere definito il periodo del sospetto durante il quale alle operazioni in questione veniva apposta un'etichetta di sostanziale condanna”*, cfr. G. Catalano, *“L'utilità di una sentenza « anacronistica »: gli « swaps » in Corte di Cassazione”*, p. 3294

⁸ Tribunale di Milano, 24-11-1993, in Banca, Borsa e titoli di credito, parte II, 1995, p.81: *“Alla luce di un'eccezione richiamante l'articolo 1933 c.c., non può essere accolta l'istanza, ex art. 186 ter c.p.c., di ingiunzione di pagamento di un debito derivante da contratti di domestic swaps conclusi da entrambe le parti con finalità meramente speculative”*.

La seconda ordinanza, del Tribunale di Milano, del 26-05-1994 ha così affermato: *“Il contratto di interest rate swap stipulato con fini meramente speculativi non corrisponde obiettivamente e in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendo pertanto essere qualificato come scommessa non azionabile ex art. 1933 c.c.”*.

arbitrario⁹. Tra *swaps* e contratti di gioco e di scommessa viene effettivamente riconosciuta la differenza di scopo tra “*chi intende migliorare i risultati di operazioni sostanzialmente di scambio e concorrere alla creazione di nuova ricchezza per equilibrare le differenze da chi si affida alla mera alea per lucrare «speculativamente», e cioè rimettendosi alla sorte, partecipando a giochi d’azzardo e di scommesse*”¹⁰.

La disciplina legislativa, nella seconda metà degli anni 90², ha avuto una evoluzione verso l’ampliamento dell’inapplicabilità dell’eccezione di gioco ai contratti derivati¹¹.

Il Decreto legislativo n. 58/1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) riprende in sostanza la normativa del precedente D. Lgs. n.415/1996. Dalla sua portata emerge che il legislatore, opportunamente, abbia voluto più decisamente e ampiamente sottrarre all’applicazione dell’art.1933 gli strumenti finanziari derivati e nello specifico gli *swaps*.

Il legislatore riconosce che le operazioni finanziarie *de quo* sono importanti strumenti di tecnica aziendale, utilmente impiegabili nel funzionamento complessivo del sistema economico, nell’interesse individuale e per l’interesse collettivo. Anche la giurisprudenza si è così espressa, escludendo pertanto l’applicazione dell’art. 1933 cod. civ.¹²

Se dunque la natura aleatoria del contratto è riconosciuta – il sorgere dell’obbligazione in capo alle parti dipende infatti da un evento ignoto o comunque incerto – va tuttavia precisato che questo vale a patto che l’aleatorietà non vada riferita all’*an*, bensì al *quantum* della prestazione¹³.

Pur con le dovute osservazioni, il contratto di *swap*, in tutte le sue tipologie, va dunque collocato nell’area dei contratti aleatori atipici.

Quanto all’intenzione delle parti, l’*interest rate swap*, così come tutti gli *swaps*, sebbene presentino le caratteristiche di consensualità, bilateralità ed onerosità dell’accordo in questione, non possono certo rientrare tra i contratti *intuitu personae*.

Invero, è palese che l’elemento di cui gli operatori tengono conto quando concludono contratti di tal specie non sono tanto le qualità personali delle loro controparti, quanto piuttosto la possibilità di trovare un *funding* che corrisponda alle necessità delle loro strategie di portafoglio. D’altronde, come è espresso con vigore in dottrina, come si può ritenere che l’*intuitus personae* sia elemento imprescindibile

⁹ R. Agostinelli, “Le operazioni di *swap* e la struttura contrattuale sottostante”, in Banca, Borsa e titoli di credito, 1997, pp. 128-130

¹⁰ Collegio Arbitrale, 19-7-1996, in Rivista di Diritto Privato, 1997, p.576

¹¹ Il Decreto legislativo 23/7/1996, n.415, recependo le direttive 93/22 CEE e 93/6 CEE e abrogando l’art.23, L. n. 1/1991, all’art.18 comma 4 così dispone: “Nell’ambito della prestazione di un servizio di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell’art. 2, comma 3, non si applica l’art. 1933 del c.c.”.

¹² Vedi sentenza della Corte d’Appello di Milano, 26/1/1999, in *Contratti*, n.3/2000, p.257, e sentenza del Tribunale di Milano, 20/2/1997, in *Banca, Borsa e titoli di credito*, 2000, II, p.91. In quest’ultima la Corte ha sostenuto che si può parlare di carattere meramente speculativo del contratto – paragonabile al gioco o alla scommessa – solo laddove simile carattere rappresenti l’unico scopo comune cui le parti tendono con la conclusione del contratto.

¹³ Il fatto che in taluni formulari siano espressamente previste clausole con cui si rendono inapplicabili i rimedi della risoluzione per eccessiva onerosità e dell’azione generale di rescissione – il che sarebbe già previsto, rispettivamente, dagli art. 1469 e 1448, 4° comma, cod. civ. per tutti i contratti aleatori in genere – non inficia tale qualificazione. Vedi G. Catalano, *op. cit.*

quando, nella maggior parte dei casi, le parti non si conoscono neppure, essendo state “unite” da un intermediario?¹⁴

Inquadrata così la natura del rapporto contrattuale, non si può escludere che anche per un contratto atipico come lo *swap*, valga il principio per cui i contratti aleatori trovino protezione nell’ordinamento giuridico in quanto i vantaggi o gli svantaggi patrimoniali attribuiti all’uno o all’altro contraente, sebbene caratterizzati dall’aleatorietà, abbiano piena giustificazione e validità allorché svolgano ulteriori funzioni e attuino finalità che corrispondono a “*interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico*” (come previsto nell’art.1322 cod. civ.).

¹⁴ G. Catalano, *op. cit.*



CHI SIAMO

Il Centro Studi e Documentazione Tocqueville-Acton nasce dalla collaborazione tra la **Fondazione Novae Terrae** ed il **Centro Cattolico Liberale** al fine di favorire l'incontro tra studiosi dell'intellettuale francese Alexis de Tocqueville e dello storico inglese Lord Acton, nonché di cultori ed accademici interessati alle tematiche filosofiche, storiografiche, epistemologiche, politiche, economiche, giuridiche e culturali, avendo come riferimento la prospettiva antropologica ed i principi della Dottrina Sociale della Chiesa.

PERCHÈ TOCQUEVILLE E LORD ACTON

Il riferimento a Tocqueville e Lord Acton non è casuale. Entrambi intellettuali cattolici, hanno perseguito per tutta la vita la possibilità di avviare un fecondo confronto con quella componente del liberalismo che, rinunciando agli eccessi di razionalismo, utilitarismo e materialismo, ha evidenziato la contiguità delle proprie posizioni con quelle tipiche del pensiero occidentale ed in particolar modo con la tradizione ebraico-cristiana.

MISSION

Il Centro, oltre ad offrire uno spazio dove poter raccogliere e divulgare documentazione sulla vita, il pensiero e le opere di Tocqueville e Lord Acton, vuole favorire e promuovere una discussione pubblica più consapevole ed informata sui temi della concorrenza, dello sviluppo economico, dell'ambiente e dell'energia, delle liberalizzazioni e delle privatizzazioni, della fiscalità e dei conti pubblici, dell'informazione e dei media, dell'innovazione tecnologica, del welfare e delle riforme politico-istituzionali. A tal fine, il Centro invita chiunque fosse interessato a fornire materiale di riflessione che sarà inserito nelle rispettive aree tematiche del Centro.

Oltre all'attività di ricerca ed approfondimento, al fine di promuovere l'aggiornamento della cultura italiana e l'elaborazione di public policies, il Centro organizza seminari, conferenze e corsi di formazione politica, favorendo l'incontro tra il mondo accademico, quello professionale-imprenditoriale e quello politico-istituzionale.