

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

PROFILI LEGALI DEGLI  
*INTEREST RATE SWAPS*  
E DEGLI *INTEREST RATE*  
*AND CURRENCY SWAPS*



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

## PROFILI LEGALI DEGLI *INTEREST RATE SWAPS* E DEGLI *INTEREST RATE AND CURRENCY SWAPS*

1. Oggetto dell'indagine. — 2. Descrizione delle varie fattispecie di *swap*. — 3. Definizione del contratto. — 4. Sulla necessità della equivalenza economica delle prestazioni. — 5. Sulla natura aleatoria o commutativa del contratto di *swap*. — 6. (Segue): Sulla natura aleatoria o commutativa del contratto di *swap*. — 7. Lo *swap* del mercato dei cambi.

### 1. *Oggetto dell'indagine.*

L'innovazione finanziaria comporta continuamente la modificazione dei contratti esistenti nonché la creazione di nuovi tipi negoziali. Trattasi quasi di un moto perpetuo con il quale la dottrina a fatica — e comunque sempre con un certo (fisiologico) ritardo — riesce a tenere il passo.

Alcune delle nuove fattispecie hanno più fortuna di altre. Si pensi, per esempio, al leasing o al factoring per i quali esiste una copiosa letteratura. L'attenzione, però, che le nuove fattispecie inizialmente attirano non è necessariamente legata alla diffusione del contratto, ma piuttosto è proporzionale al contenzioso che ne deriva.

Un esempio di nuovi contratti largamente diffusi negli ultimi anni — per i quali non risultano precedenti giurisprudenziali italiani editi — sono gli *interest rate swaps* (« IRS ») e gli *interest rate and currency swaps* (« IRCS »). Fino ad oggi la dottrina italiana — al contrario di quella straniera ed in particolare di quella inglese ed americana — non ha dedicato la meritata attenzione a questi contratti (1).

(1) MORI, *Swap — una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990; AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, p. 10; ID., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1991, II, p. 437; ID., *I modelli ABI di interest rate e currency swap*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1992, I, p. 262; CHIOMENTI, *Cambi di*

Gli swaps, creati agli inizi degli anni settanta, si sono sviluppati in tempi rapidissimi e costituiscono un fenomeno pressoché unico circa

*divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45; BERNARDINI, *Il rischio di cambio nei contratti internazionali*, in *Dir. comm. int.*, 1989, p. 10; RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International swap dealers association*, in *Dir. comm. int.*, 1988, p. 539; DI STEFANO, *Il contratto di currency swap per la copertura dei rischi di valuta*, in *Consulenza*, 1988, 7, p. 651; MATTEUCCI, *Il contratto di swap*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1990, p. 27; CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1991, I, p. 792; CAPUTO NASSETTI, *Interest rate swaps e interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1990, p. 675; ID., *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 17; ID., *Un documento di lavoro per un contratto tipo italiano di swap*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 43; per quanto riguarda gli aspetti finanziari contabili vedasi MORI, *op. cit.*; CORNINI, SCHIANCHI, *La nuova finanza*, Milano, 1987, p. 87 ss.; SZEGO PARIS, ZAMBRUNO, *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Bologna, 1988, p. 249 ss.; GIRINO, VECCHIO, *Futures, swaps options e commercial papers*, Milano, 1988; GABRIELLI, DE BUONO, *Capire la finanza*, Milano, 1987, p. 233 ss.; MONTI, ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1989, p. 416 ss.; TARANTA, *La valutazione del rischio per gli swaps di interesse e di valuta e i ratios di adeguatezza del capitale delle banche*, in *Imprese e mercati*, agosto 1989, p. 286; CIRILLO, *Nifs, swaps, options*, Padova, 1990; VIOLA, *L'interest rate swap come strumento di gestione del rischio di interesse*, in *Quaderni AIAF-Associazione italiana degli analisti finanziari*, Milano, 1986; BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *Il mercato dei swap in lire*, in *Tendenze reali*, n. 42, 1991; PISONI, *Operazioni di swap e scritture contabili (interest rate swap)*, in *Impresa*, 1987, I, p. 162; ID., *Operazioni di swap e scritture contabili, (domestic swap e parallel loan)*, in *Impresa*, 1987, I, p. 14. Per quanto riguarda la copiosa dottrina di lingua inglese citiamo ANTL, *Swap finance*, vol. I, II, *Euromoney Publications Ltd.*, 1986, Londra; ANTL, *Euromoney swap finance service-update*, I, *Euromoney Publications Ltd.*, 1987, Londra; ANTL, *Management interest rate risk*, in *Euromoney Publications Ltd.*, 1988, Londra; DAS, *Swap financing*, in *International financial review*, 1989; PRICE, KELLER, NEILSON, *The delicate art of swaps*, in *Euromoney*, aprile 1983; ORION ROYAL BANK, *International capital markets*, in *Euromoney Publications Ltd.*, 1984, Londra, pp. 133-141; WILSON, *Managing bank assets and liabilities*, in *Euromoney Publication Ltd.*, 1988, Londra; PENN, SHEA, ARORA, *Law and practice of international banking*, in *Sweet and Maxwell*, 1987, Londra, cap. 11; GRUMBALL, *Managing interest rate risk*, Woodhead Faulkner, 1986, Cambridge, pp. 22-27; ROSS, *International treasury management*, Woodhead Faulkner, 1990, Cambridge; GRAY, KURZ, STRUPP, *Structuring and documenting interest rate swaps*, in *International financial law review*, ottobre 1982, p. 14; GOOCH, KLEIN, *Swap agreement documentation*, in *Euromoney Publications Ltd.*, 1987, Londra; BELL, *1991 ISDA definitions: evolving with the market*, in *Int. financial law review*, giugno 1991, p. 26; CATES, *Swap financing*, in *Int. lawyer*, 1986, pp. 853-906; WATKINS, *Legal issues in currency swaps (PT. I)*, in *Int. financial review*, 1982, p. 26 e (PT. II), in *Int. financial review*, 1983, p. 22; HENDERSON, *Termination provisions of swap agreements*, in *Int. financial review*, 1983, p. 22; ID., *Should swap termination payments be one way or two way?*, in *Int. financial review*, 1990, p. 27; ID., *An analysis of interest rate swaps*, in *North Carolina journal of international law and commercial regulation*, estate 1986; ID., *Securitising swaps*, in *International financial law review*, settembre 1986, pp. 31-34; ID., *Swap credit risk: a multi-perspective analysis*, in *Business lawyer*, febbraio 1989, pp. 365-400; ID., KLEIN, *Glossary of terms used in connection with rate swap, currency swap, cap and collar agreements*, in *Butterworth's journal of international banking and financial law*, supplemento, giugno 1987; ID., *A user's guide to ISDA master swap agreements*, in *Journal of international securities markets*, 1987, pp. 41-45; GOOCH, KLEIN, *Damages provisions in swap agreements*, in *International financial law review*, 1984, p. 36; KLEIN, *Interest rate and currency swaps, are they securities?*, in *International finan-*

la diffusione su scala mondiale sia per volumi sia per numero di soggetti contraenti.

Lo sviluppo non ha trovato limiti di sorta in quanto la tecnica degli *swaps* è estremamente semplice e il contratto è molto flessibile potendo soddisfare le esigenze di ogni tipo di operatore economico. Società industriali e commerciali, banche e società finanziarie, enti pubblici, Repubbliche e Regni sovrani, enti internazionali ecc. utilizzano gli *swaps*.

L'internazionalizzazione dei mercati e la divulgazione delle tecniche finanziarie contribuiranno ulteriormente alla loro diffusione.

Storicamente pochi strumenti finanziari hanno avuto un successo ed una diffusione pari a quella degli *swaps*.

---

*cial review*, 1986, p. 35; SOMER, *Are interest rate swaps subject to regulation as securities?*, in *Banking law review*, 1992, pp. 25-32; KERR, *UK/US proposal on swap capital requirements*, in *Int. financial law review*, 1987; HOUGHTON, *Regulatory provisions on off-balance sheet capital requirements: netting off agreement, the legal perspective*, in *Journal of international banking law*, 1987, p. 241; SHEA, *The usefulness of netting agreements*, in *Journal of international banking law*, 1991, pp. 132-138; ARDALAN, SEIGEL, *Swap exposure and regulatory concerns*, in *Euromoney corporate finance*, 1985, pp. 82-86; PRICE, HENDERSON, *Currency and interest rate swaps*, *Butterworths*, 1984, cap. 1, 4, 7 e 8; CHENG, *Legal doctrines restricting the secondary market in interest rate swaps*, in *Columbia journal of transnational law*, vol. XXVI, p. 313; STOAKES, *Standardising swaps documents*, in *Int. financial review*, 1985, p. 11; CUNNINGHAM, *Swaps: codes problems and regulations*, in *Int. financial review*, 1986, p. 26; BANCA INTERNAZIONALE DEI REGOLAMENTI, *Recent innovation in international banking*, Basilea, 1986; LOEYS, *Interest rate swaps: a new tool for managing risk*, in *Federal Reserve Bank of Philadelphia business review*, 1985, pp. 17-25; BICKSLER, CHEN, *An economic analysis of interest rate swaps*, in *Journal of finance*, n. 41, 1986; COOPER, WATSON, *How to assess credit risk in swaps*, in *The banker*, 1987; FELGRAN, *Interest rate swaps: use, risk and prices*, in *New England economic review*, 1987; BEIDLEMAN, *Interest rate swaps*, *Business One*, Illinois, 1990; ID., *Financial swaps*, *Dow Jones*, Illinois, 1985; ID., *Cross currency swaps*, *Business One*, Illinois, 1992; COOPER, *Swaphouses switch to new values*, in *Euromoney*, 1987; HAMMOND, *Recent development in the swap market*, in *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1987, pp. 66-70; MUFFET, *Credit risk on swaps*, *Conference on bank structure and competition*, in *Federal Reserve Bank of Chicago*, 1987; WALL, PRINGLE, *Alternative explanations of interest rate swaps*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Papers Series*, 87-2, 1987; WALL, PRINGLE, *Interest rate swaps: a review of the issue*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Papers Series*, 73-6, 1988; ARAK, ESTRELLA, GOODMAN, SILVER, *Interest rate swaps: an alternative explanation*, in *Financial management*, 1985, pp. 82-86; WHITTAKER, *Interest rate swap: risk and regulation*, in *Economic Review*, *Federal Reserve Bank of Kansas City*, 1987, pp. 3-13; ROGER, CUNNINGHAM, PICKEL, *Interest rate and currency swaps and related transactions*, Cravath Swaine and Moore, Londra, 1990; ROGER, CUNNINGHAM, *The status of swap agreements in bankruptcy*, Cravath, Swaine and Moore, Londra, 1990; AA.VV., *Memorandum for the Bank of England and Board of Governors of the Federal Reserve System - The status of swap agreements under section 365 of the United States Bankruptcy Code*, 1987; LINKLATERS AND PAINES, *Memorandum for the Bank of England and Board of Governors of the Federal Reserve System - Interest rate and currency exchange agreements*, Londra, 1987; LINKLATERS AND PAINES, *Memorandum to the Board of Directors of the International Swap Dealers Association Inc.*, 1990, Londra; BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Report on netting schemes*, 1989, Basilea; ID., *The supervisory treatment of netting under the 1988 Basle Accord on capital standards: an issues paper*, Basilea, 1992.

Se si considera che il primo *swap* 'internazionale' fu fatto nel 1981 tra la Banca Mondiale e la IBM e che alla fine del 1990 risultavano in essere *swaps* per 2889 miliardi di dollari <sup>(2)</sup> emerge chiaramente la dimensione del fenomeno.

Lo scopo di questo breve scritto è di cercare di individuare una definizione giuridica dei citati contratti e di far luce sulla loro causa con particolare riferimento alla loro natura commutativa o aleatoria.

Per i limiti dell'indagine che qui ci proponiamo eviteremo di analizzare gli aspetti di natura finanziaria e rimandiamo il lettore alla bibliografia in merito <sup>(3)</sup>.

## 2. Descrizione delle varie fattispecie di *swap*.

Per meglio comprendere le caratteristiche degli *swaps* è necessario avere presente le origini storiche ampiamente descritte in un precedente contributo a cui si rimanda l'interessato lettore <sup>(4)</sup>.

Dal punto di vista tecnico gli *swaps* possono considerarsi in due grandi famiglie: gli *swaps* delle divise (*currency swap*) e quelli degli interessi (*interest rate swap*).

Prendiamo le mosse da un prototipo di comune *currency swap* e cioè da quel contratto in forza del quale le parti si obbligano a scambiare inizialmente e reciprocamente due capitali denominati in divise diverse ma di equivalente valore e ad eseguire una serie di pagamenti predeterminati e denominati nelle divise ricevute inizialmente. Al termine stabilito le parti sono obbligate a restituire il capitale inizialmente ricevuto.

In altre parole la società Alfa consegna 1 milione di dollari a Beta la quale contestualmente consegna 500.000 sterline (assumendo un cambio 1 sterlina = 2 dollari). Beta si impegna a pagare \$ 100.000 ogni anno per cinque anni ed a restituire \$ 1 milione alla fine del quinto anno. Alfa si impegna a pagare £ 75.000 ogni anno per cinque anni e a restituire £ 500.000 alla fine del quinto anno.

---

<sup>(2)</sup> I dati riportati nel testo sono stati forniti dalla ISDA - International Swap Dealer Association Inc., New York, l'associazione internazionale che riunisce i maggiori operatori nel settore e che raccoglie regolarmente dati statistici sul mercato degli *swaps*.

Per alcune indicazioni sull'attività e funzioni dell'ISDA cfr. CAPUTO-NASSETTI, *op. cit.*

<sup>(3)</sup> Per quanto riguarda gli aspetti finanziari degli *swaps* si veda per tutti ANTL, *op. cit.* pp. 684-689; DAS, *op. cit.*; CAPUTO-NASSETTI, *op. cit.*, 675 e ss.; C. CORNINI, A. SCHIANCHI, *La nuova finanza*, Edizioni Il Sole 24 Ore, 1987, pp. 87-113; MORI, *op. cit.*, p. 83 e ss.

<sup>(4)</sup> CAPUTO-NASSETTI, *op. cit.*, pp. 676-684; inoltre, BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *op. cit.*, 40 e ss.; ANTL, *Swap Finance*, cit., vol. I, p. 11 e ss.

Una prima caratteristica della fattispecie consiste nel fatto che il valore dei due capitali scambiati inizialmente è equivalente. Questo, però, non significa che una somma debba necessariamente essere il controvalore della controprestazione stabilito ad un cambio ufficiale. Nemmeno dal punto di vista tecnico la struttura finanziaria richiede questa precisione. Si deve intendere una equivalenza generica tra il valore di mercato dei due capitali al momento della conclusione del contratto.

Se per ipotesi le parti avessero deciso di scambiare \$ 1 milione contro £ 5.000 da restituirsi dopo cinque anni e di pagarsi reciprocamente annualmente \$ 100.000 e £ 750 dubitiamo che la fattispecie possa configurarsi come *swap*. Su questo punto torneremo in seguito (par. n. 4).

Una seconda caratteristica è che il mutare della equivalenza economica tra i due capitali non incide sul contratto. Le prestazioni delle parti sono stabilite al momento della conclusione del contratto e le variazioni dei tassi di cambio e di interessi non hanno influenza alcuna sulle prestazioni delle parti.

Se, infatti, per riprendere l'esempio citato, il cambio sterlina/dollaro al termine dei cinque anni è 1 sterlina = 1 dollaro, Beta dovrà restituire \$ 1 milione anche se in cambio riceverà £ 500.000 il cui valore in dollari è notevolmente diminuito.

La durata del contratto può essere molto breve o molto lunga: non esistono limiti minimi o massimi di durata. Riteniamo, comunque, necessaria una scadenza determinata in quanto dubitiamo si possa parlare di *swap* nel caso in cui le prestazioni siano perpetue (in questo caso mancherebbe lo scambio finale dei due capitali) o la scadenza sia indeterminata.

Un ulteriore aspetto che emerge dalla struttura descritta è il pagamento periodico da parte di ciascun contraente all'altro di una certa somma denominata nella divisa ricevuta.

La periodicità dei pagamenti intermedi tra i due scambi di capitale (iniziale e finale) è lasciata alla libera determinazione delle parti. Le prestazioni potranno essere annuali, semestrali, trimestrali, mensili, giornalieri o ad intervalli irregolari. Non è necessario che la periodicità delle prestazioni di una parte sia uguale a quella dell'altra: è assai comune infatti che ciò non avvenga.

La somma periodicamente dovuta viene normalmente, ma non necessariamente, determinata con la formula con cui si calcolano gli interessi. Generalmente le somme dovute vengono calcolate moltiplicando: a) il tasso di interesse della divisa consegnata per b) l'ammontare consegnato e per c) il numero dei giorni contenuti nel periodo di calcolo (semestre, trimestre ecc.) e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno (nel nostro esempio abbiamo applicato i tassi di interesse

per i dollari — 10% — e per le sterline — 15% —). Alternativamente le parti possono stabilire di pagare una somma predeterminata secondo tale formula (es. \$ 100.000 ogni anno) o una somma pari al 10% per anno del capitale di \$ 1 milione inizialmente consegnato.

Torneremo su questo punto per verificare se sia necessario che le somme siano calcolate con tassi di interesse di mercato o se, invece, le parti possano utilizzare tassi diversi (par. n. 4).

In prima approssimazione abbiamo visto una fattispecie 'classica' di *swap* e abbiamo abbozzato una definizione del contratto che possiamo così riassumere: lo *swap* è un contratto in forza del quale le parti si obbligano a consegnarsi inizialmente, contestualmente e reciprocamente due capitali denominati in divise diverse e ad effettuare una serie di pagamenti predeterminati e denominati nelle divise inizialmente ricevute. Le parti si obbligano anche a restituirsi i capitali inizialmente scambiati ad una data determinata.

Da qui perseguiremo per valutare se la struttura che emerge da questa definizione sia omnicomprensiva delle varie forme in cui lo *swap* si presenta o se debba essere modificata tenendo conto di altri aspetti della fattispecie.

Per il momento, però, ci soffermiamo ancora su questa fattispecie per confrontarla con alcuni contratti tipici. Questa analisi ha senso se fatta a questo punto dell'indagine quando ancora sono molti i punti in comune con altri contratti. Una volta che avremo sviluppato esaurientemente la casistica degli *swaps* le differenze saranno più evidenti.

Il risultato ottenuto con lo *swap* sopra descritto nell'esempio è raggiungibile anche in altri modi.

Le parti, infatti, potrebbero effettuare una operazione in cambi « a pronti » in base alla quale Alfa vende \$ 1 milione a Beta in cambio di £ 500.000. Inoltre — e contestualmente all'operazione « a pronti » — le parti concludono *a*) un'operazione in cambi « a termine » in base alla quale Alfa vende £ 500.000 a Beta in cambio di \$ 1 milione con consegna a cinque anni e *b*) una serie di operazioni in cambi « a termine » in base alle quali Alfa consegnerà annualmente a Beta £ 75.000 in cambio di \$ 100.000.

Con una serie di operazioni in cambi si possono avere gli stessi spostamenti patrimoniali descritti nello *swap* di cui sopra. Non si dimentichi, infatti, che gli IRCS derivano dalla descritta serie di contratti di cambio <sup>(3)</sup>.

(3) CAPUTO-NASSETTI, *op. cit.*, pp. 676-681.

anno	serie di operazioni in cambi		IRCS	
	\$	£	\$	£
0	(1.000.000)	500.000	(1.000.000)	500.000
1	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
2	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
3	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
4	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
5	1.100.000	(575.000)	1.100.000	(575.000)

Un altro modo per raggiungere gli stessi risultati dello *swap de quo* è la combinazione di due mutui: Alfa presta \$ 1 milione a Beta al tasso del 10% e contemporaneamente Beta presta ad Alfa £ 500.000 al tasso del 15%. I due mutui hanno la stessa scadenza di cinque anni. Gli spostamenti patrimoniali sono identici a quelli dello *swap* descritto in precedenza.

anno	mutui reciproci		IRCS	
	\$	£	\$	£
0	(1.000.000)	500.000	(1.000.000)	500.000
1	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
2	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
3	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
4	100.000	(75.000)	100.000	(75.000)
5	1.100.000	(575.000)	1.100.000	(575.000)

Una volta evidenziata la somiglianza delle due fattispecie ci limitiamo a sottolineare la maggiore differenza senza voler indagare sulle diverse norme che le regolano.

Lo *swap* è un contratto unitario che presuppone essenzialmente reciproci scambi di pagamenti, mentre la serie di operazioni in cambi è costituita da un insieme di diversi contratti autonomi. Ne consegue, per esempio, che le cause di invalidità, inefficacia ecc. presenti in uno dei contratti formanti la serie non si estendono agli altri e la risoluzione

di un contratto non comporta automaticamente la risoluzione di tutti gli altri <sup>(6)</sup>. Le stesse considerazioni valgono per i due mutui.

Proseguiamo l'indagine per costruire la fattispecie del contratto di *swap*.

Nell'esempio di *swap* descritto sono presenti dei pagamenti intermedi il cui ammontare è determinato all'*inizio del contratto*.

Le parti sono libere di inserire dei meccanismi in base ai quali gli ammontari dovuti da uno o da entrambi i contraenti vengono determinati durante la vita del contratto: Alfa si impegna a pagare annualmente (o semestralmente, trimestralmente ecc.) un ammontare calcolato moltiplicando *a*) il tasso annuale (semestrale, trimestrale ecc.) *in vigore all'inizio di ogni periodo di calcolo* (anno, semestre, trimestre ecc.) per *b*) il capitale inizialmente scambiato e per *c*) il numero dei giorni contenuti nel periodo di calcolo dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Con questa comune variante la fattispecie non è più paragonabile alla serie di contratti di cambio in quanto non è possibile determinare il tasso di cambio al momento della conclusione del contratto. Rimane, altresì, molto simile alla combinazione di due mutui a tasso variabile il cui parametro di riferimento è il tasso di interessi annuale, semestrale ecc., di volta in volta in vigore all'inizio del periodo di calcolo.

Nell'esempio di *swap* descritto sono presenti due scambi di capitale (iniziale e finale). Essi, però, non sono elementi essenziali del contratto di *swap* in quanto le parti possono concludere *swap* senza di essi.

Ad esempio Alfa si impegna a pagare £ 75.000 all'anno per quattro anni e £ 575.000 il quinto anno mentre Beta si impegna a pagare a date determinate (annuali, semestrali ecc.) un ammontare determinabile con riferimento al tasso di interesse (annuale, semestrale ecc.) dei dollari applicato ad un capitale di \$ 1 milione. Inoltre alla fine del quinto anno Beta si impegna a pagare \$ 1.000.000.

Se mancano entrambi gli scambi di capitale (iniziale e finale) avremo un contratto conosciuto come *annuity swap*: Alfa si impegna a pagare £ 75.000 all'anno per cinque anni ed in cambio riceve \$ 100.000 all'anno da Beta.

Queste fattispecie non hanno più nulla in comune con la combinazione di due mutui in quanto nella prima manca lo scambio di capitali iniziale e nella seconda mancano entrambi gli scambi di capitale.

La prima, inoltre, non è nemmeno assimilabile alla serie di con-

<sup>(6)</sup> Non si dimentichi che le operazioni in cambi — a differenza degli *swaps* — sono soggette al fissato bollato ai sensi della tabella A allegata alla legge n. 1079 del 10 novembre 1954 (più volte modificata).

tratti di cambio in quanto una serie di somme dovute non è determinata al momento della conclusione del contratto.

Torniamo all'esempio di partenza per analizzare un'altra variante alla struttura indicata.

L'uso che si farà nel testo di termini inglesi con cui vengono indicate in gergo alcune fattispecie di swap è al solo scopo di poter riferirci in seguito con brevità a dette esemplificazioni.

Siamo partiti dall'ipotesi che le parti utilizzano dei tassi di interesse di mercato per determinare le prestazioni intermedie.

Dal punto di vista finanziario è noto che gli interessi possono essere pagati anche anticipatamente e quando ciò accade normalmente la somma dovuta viene ridotta dell'ammontare degli interessi. Ad esempio se Beta prendesse a prestito \$ 1 milione per cinque anni al tasso del 10% e pagasse in via anticipata gli interessi, riceverebbe \$ 620.921,32. Durante la durata del mutuo non pagherebbe interessi e a scadenza dovrebbe pagare \$ 1 milione.

Se un contraente di uno *swap* si avvale di tale possibilità significa che tra lo scambio iniziale e quello finale di capitale non effettuerà alcun pagamento alla controparte. L'importo, però, dello scambio sarà ovviamente diverso e terrà conto di quanto sopra.

In altre parole, se introduciamo questo aspetto nell'esempio inizialmente proposto avremmo Alfa che si impegna a pagare \$ 620.921,32 (anziché \$ 1 milione) a Beta che dovrà restituire a scadenza \$ 1 milione e non pagherà alcunché durante la vita del contratto. La parte relativa alle sterline rimane immutata.

Nell'esempio di cui sopra una parte (Beta) effettua due soli pagamenti (paga le sterline all'inizio e restituisce i dollari alla fine) durante la vita del contratto. Questo contratto è chiamato nella prassi commerciale *zero coupon swap*.

Si tenga presente che anche soltanto una parte degli interessi può essere pagata anticipatamente. In altre parole se Beta pagasse il 3% — anziché il tasso di mercato del 10% — all'anno su \$ 1 milione riceverebbe \$ 734.644,93 (la somma di \$ 1 milione al netto degli interessi del 7% dedotti anticipatamente).

Se entrambe le parti pagassero anticipatamente tutti gli interessi avremmo uno *swap* con due soli scambi di capitali (iniziale e finale) senza pagamenti intermedi. Questo contratto è conosciuto come *double zero coupon swap*.

La peculiarità di questo *swap* consiste nel fatto che, mentre in uno *swap* tradizionale i capitali iniziali e finali sono uguali (\$ 1 milione e \$ 500.000), qui abbiamo quattro cifre diverse.

Utilizzando il nostro esempio avremmo Alfa che inizialmente si

impegna a pagare \$ 620.921,32 e Beta £ 248.588,37. A scadenza Alfa deve pagare £ 500.000 e Beta \$ 1 milione.

Quest'ultima, tuttavia, è un'ipotesi piuttosto marginale.

Un'altra variante è lo *swap* nel quale gli interessi non vengono dedotti dal capitale iniziale, ma vengono pagati *in toto* alla scadenza del contratto.

Una ipotesi mista abbastanza comune si ha quando una parte paga un tasso di interesse al di sotto del mercato e alla fine paga un importo aggiuntivo pari al valore futuro del differenziale tra il tasso pagato e quello di mercato.

Ad esempio Beta paga il 3% — anziché il tasso di mercato del 10% — all'anno su \$ 1 milione inizialmente ricevuto. A scadenza, in aggiunta al pagamento annuale del 3%, restituisce \$ 1 milione più \$ 427.357,00 (pari alla somma del 7% all'anno su \$ 1 milione più interessi).

Fino ad ora abbiamo considerato *swaps* nei quali le prestazioni delle parti sono denominate in divise diverse.

Gli *swaps* le cui prestazioni sono denominate nella stessa divisa appartengono alla famiglia degli *interest rate swaps*.

Questi *swaps* sono caratterizzati — oltre che dal fatto che le prestazioni sono denominate nella stessa divisa — dall'assenza di scambio di capitali.

Le somme dovute vengono calcolate come se fossero interessi su un capitale nominale il cui unico scopo è quello di consentire il calcolo *de quo*.

L'ipotesi più tradizionale — detta *fixed-floating IRS* (*swap* di tasso di interessi fisso e tasso variabile) — è quella in cui una parte si obbliga a pagare delle somme predeterminate con riferimento ad un capitale in cambio del pagamento di somme il cui ammontare viene determinato in funzione di un parametro variabile nel tempo. Ad esempio, Alfa si impegna a pagare il 10% su cento milioni una volta all'anno per cinque anni e Beta si impegna a pagare ogni sei mesi un ammontare calcolato moltiplicando *a*) il tasso quotato per depositi a sei mesi di volta in volta in vigore all'inizio del periodo di calcolo per *b*) il capitale di cento milioni e per *c*) il numero dei giorni compresi nel periodo di calcolo (in questo caso il semestre) e dividendo il tutto per il numero dei giorni compresi in un anno.

Come detto in precedenza il parametro di riferimento può essere di qualsiasi natura.

Una seconda ipotesi — meno comune della prima e conosciuta come *floating-floating IRS* (*swap* di tasso di interessi variabile e tasso variabile) — è quella in cui entrambe le prestazioni sono da determinarsi in base a diversi indici variabili.

Ad esempio un contraente si impegna a pagare annualmente una somma il cui ammontare è calcolato con riferimento al tasso delle eurolire (sono così denominate le lire oggetto di negoziazione tra non residenti) in cambio di una somma determinata con riferimento al tasso delle lire domestiche. Oppure una parte si impegna a pagare ogni sei mesi una somma calcolata utilizzando il tasso semestrale e riceve mensilmente in cambio una somma calcolata al tasso mensile.

Una terza ipotesi — piuttosto rara e nota come *fixed-fixed* IRS (*swap* di tasso di interesse fisso e tasso fisso) — è data da quello *swap* con il quale vengono scambiati ammontari già determinati.

Questo *swap* potrebbe esser utile ad un soggetto che, avendo emesso un prestito obbligazionario al 7% annuale ed avendo investito i proventi del prestito in una attività che rende il 3.5% p.a. ogni semestre (il che equivale teoricamente al 7.12% annuale assumendo di poter reinvestire la somma di interessi ricevuta alla fine del semestre al 7% p.a. per il successivo semestre), vuole eliminare il rischio del reinvestimento dei redditi semestrali ad un tasso inferiore al 7% p.a. A tal fine entra in uno *swap* in base al quale paga il 3.5% p.a. ogni semestre e riceve il 7.12% p.a. ogni anno assicurandosi il margine di profitto che altrimenti sarebbe stato incerto.

Si possono avere *floating-floating* (e teoricamente anche *fixed-fixed*) IRS nei quali le prestazioni sono calcolate sulla base dello stesso indice o tasso. La ragione d'essere di questo *swap* è il differimento temporale dei flussi di pagamento: una parte paga una somma calcolata sulla base del *Libor* a sei mesi fissato il 30 giugno e il 31 dicembre di ogni anno ed in cambio riceve una somma calcolata sulla stessa base fissata il 31 marzo ed il 30 settembre di ogni anno.

Una particolare sottospecie del *fixed-fixed* IRS e del *floating-floating* IRS è lo *zero coupon* IRS in base al quale una parte in cambio di un unico pagamento iniziale o finale si impegna ad eseguire una serie di pagamenti.

Un esempio può giovare.

Tizio si impegna a pagare un ammontare fisso ogni anno per cinque anni ed in cambio riceve il valore attuale di tale flusso di pagamenti. In alternativa Tizio può accordarsi di ricevere alla scadenza del quinto anno il valore futuro del flusso dei pagamenti da lui effettuato.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali il primo esempio è assimilabile ad un mutuo ripagabile in cinque rate annuali, mentre il secondo a cinque mutui concessi annualmente con la stessa scadenza tra cinque anni.

L'analogia si ferma qui perché al posto dell'ammontare determinato si può avere un ammontare determinabile in base a un parametro variabile quale, per esempio, il tasso *Libor*.

### 3. Definizione del contratto.

Dall'esame delle varie forme in cui lo *swap* si manifesta emerge con chiarezza che la definizione abbozzata inizialmente non è sufficientemente ampia da comprendere tutte le ipotesi.

Abbiamo visto, infatti, che non è necessario lo scambio di capitali iniziale e/o finale in quanto questo può mancare in diverse ipotesi e prima tra tutte negli IRS e negli *annuity swaps*.

Possono anche mancare i pagamenti intermedi per uno o entrambi i contraenti e questo è tipico di quegli *swaps* nei quali gli interessi vengono pagati anticipatamente (o posticipatamente) e, pertanto, tra il primo e l'ultimo scambio di capitali non è dovuta alcuna prestazione. In precedenza abbiamo descritto questi *swaps* che sono conosciuti come *zero coupon swaps* o *double zero coupon swap* (a seconda che una o entrambe le parti non siano tenute ad effettuare pagamenti intermedi).

La caratteristica che accomuna tutte le fattispecie descritte nonché le altre figure intermedie che possono sorgere dalla combinazione dei vari flussi di pagamento e che il mondo finanziario continuamente crea è lo scambio di uno o più pagamenti.

La combinazione dei pagamenti scambiati può essere la più varia: uno scambio di capitali iniziale e finale con vari pagamenti intermedi predeterminati o determinabili (IRCS), serie di pagamenti predeterminata o determinabile in base a certe variabili senza scambio di capitali iniziale e finale (IRS e *annuity swap*), scambio di capitali iniziale e finale senza pagamenti intermedi (*double zero coupon swap*), solo per citare le principali.

Una definizione che sembra comprendere tutte le fattispecie di swap esaminate è la seguente: *lo swap è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi* (7).

Gli elementi di questa definizione sono il sinallagma tra le due prestazioni, la pluralità dei pagamenti e il fatto che questi siano determinati su basi diverse.

La necessaria interdipendenza tra le prestazioni delle parti è requisito essenziale del contratto (ciò lo distingue dalla combinazione di due mutui) in quanto l'obbligo di una parte trova ragione di essere nella controprestazione dell'altra.

La pluralità di pagamenti consiste nel fatto che i pagamenti che almeno una parte deve all'altra non siano meno di due. Nella normalità dei casi si hanno due flussi di numerosi pagamenti, ma l'ipotesi limite è

(7) In questo senso cfr. MORI, *op. cit.*, p. 25, pp. 318-320, pp. 325-326.

lo *swap* (*zero coupon IRS*) nel quale una parte paga in via anticipata (o in via posticipata) il valore attuale (o il valore futuro) di una serie di pagamenti. In questo caso un contraente è obbligato ad effettuare *un solo* pagamento, mentre l'altro è obbligato ad una serie di pagamenti. Non è più *swap* quel contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente *un* pagamento il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

I pagamenti possono essere denominati in lire o in divise diverse. A volte possono essere denominati in divisa (o in lire), ma pagabili in lire (o altra divisa).

Le prestazioni possono avere come oggetto tutte le divise compreso l'ECU. Non è necessario che siano valute di conto valutario ai sensi dell'art. 3, D.M. 10 marzo 1989 n. 105 in quanto sono irrilevanti ai fini civilistici della ricostruzione della fattispecie le qualificazioni — e le relative regolamentazioni — di carattere amministrativo. Riteniamo necessario, però, che le monete abbiano corso legale in uno stato sovrano altrimenti si tratterebbe di un negozio diverso dallo *swap* e assimilabile alla somministrazione.

La terza caratteristica che emerge dalla definizione abbozzata è che i pagamenti siano determinati sulla base di parametri diversi.

Non si è voluto definire lo *swap* come lo scambio di pagamenti *diversi* in quanto ciò avrebbe comportato l'esclusione degli *swap* in cui le prestazioni sono quantitativamente identiche, ma sono dovute in tempi diversi: Alfa si impegna a pagare un milione di lire l'ultimo giorno di ogni mese per tre anni e Beta, in cambio, si impegna a pagare la stessa cifra il giorno quindici di ogni mese.

Il termine *parametro* va inteso in senso lato tale da comprendere non soltanto un dato fisso o una qualsiasi variabile che viene utilizzata nel determinare la quantità della prestazione dovuta dai contraenti, ma anche l'elemento temporale dell'esecuzione dell'obbligazione.

Il parametro che serve per determinare il *quantum* dovuto può essere assai vario. Può consistere in un tasso di interessi indicato regolarmente su un quotidiano o su un particolare mercato (Londra, New York ecc.) per certi periodi di tempo (ad esempio il tasso di interessi per depositi di un mese, tre mesi ecc.).

Dalla esaminanda definizione di *swap* non emerge — volutamente — *quando* questa determinazione deve essere fatta. In altri termini non è necessario che il *quantum* delle prestazioni sia determinabile sempre *a posteriori*. Si possono avere *swaps* nei quali l'ammontare dovuto da ciascuna parte è determinato inizialmente e non è soggetto ad alcuna successiva modifica o integrazione: Alfa si impegna a pagare il 10% ogni anno su un milione di dollari e Beta si impegna a pagare il 15% ogni anno su 500.000 sterline.

Il meccanismo della determinazione delle prestazioni delle parti si può esaurire alla conclusione del contratto.

Lo scopo tipico immanente (cioè la causa) del contratto di *swap* è lo scambio di pagamenti o di flussi di pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

La ragione e funzione economico sociale di questo negozio — che si distingue da quella dei contratti tipici — risulta essere meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari: consente una maggiore liquidità nei mercati finanziari e favorisce lo sviluppo dei commerci.

Lo scopo, invece, perseguito dalle parti appartiene generalmente ad una delle seguenti ipotesi: lo *swap* è utilizzato al fine di proteggersi da una variazione dei tassi di interesse e/o di cambio oppure lo *swap* è utilizzato per speculare su tali variazioni. Non necessariamente una parte specula e l'altra si protegge. Entrambe le parti possono usarlo come copertura dei rischi suddetti. Altrimenti possono entrambe speculare avendo vedute opposte sull'andamento dei tassi.

#### 4. Sulla necessità della equivalenza economica delle prestazioni.

Riprendiamo ora le fila di un discorso iniziato nel paragrafo 2 relativo alla necessità o meno di equivalenza economica tra i due flussi di pagamento.

Ci si domanda se sia necessario aggiungere alla definizione del contratto di *swap* appena individuata anche questa caratteristica come elemento essenziale della fattispecie.

Si era anticipato — senza spiegarne i motivi — che uno *swap* in base al quale le parti si scambiano inizialmente \$ 1 milione con £ 5.000 è difficilmente qualificabile come *swap*.

Tra le altre ipotesi, la cui creazione è lasciata alla fantasia del lettore, citiamo un IRS di cinque anni in base al quale Alfa paga il tasso variabile corrente sul capitale nominale di lire 1 miliardo e Beta paga il tasso fisso del 30%.

Le prestazioni sono evidentemente sproporzionate se valutate ai tassi oggi correnti (12-14%), ma nulla vieta alle parti di pensare con grande lungimiranza che i tassi possano più che raddoppiare entro il prossimo quinquennio.

Ogni flusso di pagamento ha un suo valore attuale che può essere calcolato con le diverse formule di matematica finanziaria<sup>(8)</sup>. Cento

---

(8) La matematica finanziaria studia gli effetti del *tempo* sul valore del denaro. Per una rapida illustrazione di tali concetti vedasi L.G. DOUGLAS, *Yield curve ana-*

lire tra un anno, cento tra due anni e cento fra tre anni non equivalgono a trecento lire oggi. Pagare gli interessi al tasso del 10% annuo alla fine di ogni anno non equivale a pagare gli interessi allo stesso tasso annuale all'inizio di ogni anno o ogni semestre o mese ecc.

I flussi di pagamento per quanto irregolari e diversi possono essere sempre ridotti ad un comune denominatore al fine di paragonarli.

È quindi necessario che al momento della conclusione del contratto vi sia proporzione tra il valore economico dei due flussi di pagamenti?

Riteniamo che le parti abbiano la facoltà di determinare liberamente l'ammontare delle loro prestazioni senza essere legate a precise formule matematiche o a rigorosi criteri di proporzionalità. Ciò che per un soggetto economico può apparire 'proporzionato' può facilmente non esserlo per la maggioranza degli altri soggetti.

Il fatto che sia ammissibile una sproporzione tra il valore economico delle due prestazioni non significa che vi sia assoluta irrilevanza tra il valore delle stesse.

Si pensi al contratto di vendita nel quale è unanimemente ammesso che il prezzo possa anche essere sproporzionato rispetto al valore del diritto trasferito purché non sia meramente simbolico o irrisorio<sup>(9)</sup>. Il prezzo è elemento essenziale, ma è indifferente, sotto il profilo della essenzialità, l'ammontare, che può essere rilevante solo ai profili di un'eventuale rescissione del negozio per lesione e, sotto altro profilo, l'eccessiva tenuità del prezzo può costituire elemento atto a far ritenere un'eventuale simulazione della vendita o una vendita mista a donazione<sup>(10)</sup>.

Tale approccio ci sembra applicabile anche al contratto di *swap* dato che la sproporzione tra il valore economico delle due prestazioni trova limite nella simbolicità e mera apparenza.

Qualora il valore economico della prestazione di una parte sia me-

---

lysis, *New York Institute of Finance*, 1988, p. 3-28; C.J. WOELFEL, *The desktop guide to money, time, interest and yields*, Probus Publishing Company, Chicago, 1986, p. 7-79; M. STIGUM, *Money market calculations*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1981, p. 15 e ss.; CAROBENE, GIUS, *Guida pratica ai calcoli finanziari*, Edizione Il Sole 24 Ore, Milano, 1989, p. 9 e ss.

<sup>(9)</sup> Cass. 24 novembre 1980 n. 6235, in *Rep. Foro it.*, 1980, voce *Vendita*, n. 39; GARDANI CONTURSI LISI, *La compravendita*, in *Giur. sist. civ. comm.*, Torino, 1985, p. 295; BIANCA, *Vendita e la permuta*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Vassalli, VII, tomo 1, Torino, 1972, p. 62 ss.

<sup>(10)</sup> Cass. 22 novembre 1978 n. 5444, in *Rep. Foro it.*, 1978, voce *Donazione*, n. 6; RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di CICU e MESSINEO, Milano, 1962, p. 268 e ss.; FERRI, *La vendita*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da RESCIGNO, vol. II, p. 211.

ramente simbolico o derisorio rispetto a quello dell'altra viene meno la causa del negozio stesso e cioè lo scambio di due flussi di pagamenti.

Come una vendita senza prezzo o con prezzo simbolico non è vendita in quanto manca un elemento essenziale del contratto così lo *swap* con una prestazione simbolica non è uno *swap* in quanto manca un elemento essenziale del contratto e cioè lo 'scambio' di due flussi di pagamenti.

Lo stesso dicasi per la tenuità del valore di una prestazione rispetto all'altra. Potremo avere un negozio misto con donazione o trovarci di fronte ad un indice di simulazione.

Chiaramente non è possibile determinare dei confini tra proporzione e 'sproporzione' tra il valore delle prestazioni o, a maggior ragione, tra simbolicità e tenuità del valore di una prestazione rispetto all'altra. L'esame del « dove » il valore di una prestazione rispetto all'altra finisce di essere simbolico e comincia ad essere tenue, e dove finisce di essere tenue per essere semplicemente sproporzionato non può che essere rimesso all'equo apprezzamento del giudice di merito.

La soluzione qui sostenuta si inserisce nel solco della nostra dottrina che ha esaminato i negozi patrimoniali onerosi <sup>(11)</sup>.

Il problema se alla causa del negozio giuridico patrimoniale oneroso sia estraneo un rapporto di valore tra la prestazione e la controprestazione, è stato pressoché unanimemente risolto, salvo qualche isolata eccezione nel vigore del precedente codice <sup>(12)</sup>, in senso negativo <sup>(13)</sup> <sup>(14)</sup>.

<sup>(11)</sup> FERRI, *op. cit.*, p. 210.

<sup>(12)</sup> ADDEO, *Sul concetto di equilibrio nei contratti onerosi*, in *Il diritto commerciale*, 1920, I, p. 345 e ss. p. 385 ss.

<sup>(13)</sup> Basti citare per tutti DI STASO, *I presupposti ed il fondamento giuridico dell'azione di rescissione per lesione*, in *Giur. Compl. Cass. Civ.*, 1949, I, p. 131 ss. e la copiosissima letteratura giuridica ed economica ivi citata alla nota 106; BOSELLI, *op. cit.*, p. 81 ss.

<sup>(14)</sup> Alcuni Autori, (MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942, p. 271 ss.; DE SIMONE, *I contratti con prestazioni corrispettive*, in *Riv. trim. proc. civ.*, 1948, p. 23 ss.; ed in particolare BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952, p. 81 ss. del quale riportiamo di seguito il pensiero) hanno precisato però che il problema così è mal posto. In realtà la necessità di un rapporto fra i valori economici delle prestazioni non si manifesta rispetto alla generale causa onerosa.

La ragione è che qui lo stesso ricorso alla economia non avrebbe senso, in quanto la causa onerosa non corrisponde propriamente ad una funzione del mondo economico sociale ma costituisce piuttosto una astrazione (giuridica), operata esclusivamente dal diritto sulla base di un carattere comune a tutta una serie di funzioni economico sociali tipiche.

Questo carattere comune è dato da ciò che in tutti i negozi onerosi l'attribuzione patrimoniale compiuta dal soggetto si trova legata da un vincolo di dipendenza giuridica con un'altra attribuzione (precedente, contestuale o futura) dell'*accipiens* per modo che l'una è da considerare causa giuridica dell'altra. La causa onerosa si

Nei contratti (la cui causa è) di scambio assume giuridico rilievo la funzione economica dello scambio inteso come utilità maggiore che ogni parte ottiene rispetto al bene o al diritto oggetto dello scambio<sup>(15)</sup>.

La valutazione di questa maggiore utilità è meramente psicologica e subbiettiva e ciò che per una parte è vantaggioso può non esserlo per un'altra. Si possono avere pertanto scambi antieconomici che sono pur sempre un fenomeno economico al pari degli scambi c.d. economici<sup>(16)</sup>.

Né può essere che la maggior utilità vada concepita in senso oggettivo dato che non si darebbe rilievo giuridico a fenomeni economici — gli scambi antieconomici — pur meritevoli di tutela.

Ci sembra dunque corretto ritenere che secondo il nostro ordinamento giuridico la equivalenza economica (in senso oggettivo e sia all'inizio che durante l'esecuzione del contratto) non assume rilievo — se non in casi eccezionali (lesione enorme, contratto concluso in stato di pericolo) — per i contratti di scambio<sup>(17)</sup>.

In definitiva, non si può ritenere come elemento essenziale della fattispecie lo scambio *proporzionato* tra due flussi di pagamenti. Saranno le regole del mercato a far sì che di fatto il valore delle due prestazioni coincida nella quasi totalità dei casi.

##### 5. *Sulla natura aleatoria o commutativa del contratto di swap.*

Abbiamo in precedenza visto che il contratto di *swap* appartiene alla categoria dei contratti (a causa) di scambio. È necessario ora analizzare a quale tipo di contratti di scambio lo *swap* appartiene: a quelli commutativi o aleatori.

Questo esame non solo è utile per meglio individuare l'oggetto del

---

contrappone alla causa gratuita e mira ad indicare l'esigenza del corrispettivo, ma esula dalla nozione di questo corrispettivo una qualsiasi valutazione economica o un qualunque rapporto di valore.

Si potrebbe obiettare che un simile criterio, avulso com'è da ogni riferimento di carattere economico, è insufficiente a fondare un'adeguata distinzione fra atti onerosi ed atti gratuiti, specie con riferimento a quelle ipotesi in cui l'irrisorietà (economica) del corrispettivo finisca per porre l'atto cosiddetto oneroso, almeno, praticamente, sullo stesso piano dell'atto gratuito. Ma l'obiezione si supera rispondendo che alla gratuità (causa gratuita in genere) non basta soltanto l'assenza di corrispettivo (c.d. gratuità oggettiva), ma occorre l'intento e la consapevolezza di procurare ad altri un vantaggio patrimoniale senza alcuna ricompensa.

La funzione economica assume rilievo nella causa di scambio che è una specificazione della causa onerosa.

<sup>(15)</sup> BOSELLI, *op. cit.*, p. 84.

<sup>(16)</sup> BOSELLI, *op. cit.*, p. 86.

<sup>(17)</sup> ANDREOLI, *Revisione delle dottrine sulla sopravvenienza contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1938, p. 339 e p. 340; BOSELLI, *op. cit.*, p. 89.

contratto, ma anche per determinare l'applicabilità delle norme sulla risoluzione del contratto per eccessiva onerosità (art. 1467 e ss. c.c.).

Non è qui luogo per rinnovare le ampie dissertazioni, cui per forza di cose rimandiamo il lettore desideroso di maggiori ragguagli<sup>(18)</sup>, effettuate sul tema, ma è tuttavia utile e necessario riassumere brevemente i risultati.

Il rischio è la probabilità di una perdita che, in conseguenza del verificarsi di determinati eventi, può derivare ad un determinato patrimonio. Si tratta di un'entità perfettamente valutabile, che si pone come oggetto del contratto aleatorio<sup>(19)</sup>.

(18) BOSELLI, voce « Alea », in *Noviss. Dig. it.*, Milano, 1958, p. 468; NICOLÒ, voce « Alea », in *Enc. del dir.*, I, p. 1024; MOSCO, *Onerosità e gratuità degli atti giuridici*, Milano, 1942; CARIOTA FERRARA, *Contratti aleatori e negozi tipici*, in *Giur. compl. Cass. Civ.*, 1947, I, p. 98; ID., *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1948; MOSCHELLA, *Alea e rischio fuori contratto*, in *Temi*, 1948; MESSINEO, *Contratto (dir. priv.)*, voce in *Enc. del dir.*, Milano, 1961, p. 922; BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, Torino, 1950; ID., *Teoria generale delle obbligazioni*, III, Milano, 1954; SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, Napoli, 1950; MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, Milano, 1955; ID., *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1952; BARASSI, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1946, p. 255 ss.; SANTORO PASSARELLI, *Istituzioni di diritto civile. Dottrine generali*, Napoli, 1946; ID., *Dottrine generali del diritto*, Napoli, 1957; STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1947; PASCALINO, *Contratti aleatori tipici ed alea convenzionale*, in *Riv. dir. nav.*, 1949, II, p. 127 ss.; BOSELLI, *La risoluzione del contratto per eccessiva onerosità*, Torino, 1952; ID., *Sull'aleatorietà della vendita con riserva di usufrutto*, in *Giur. it.*, 1952, I, I, p. 181; ID., *Rischio, alea ed alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1948, p. 769; ID., *Le obbligazioni fondamentali nel contratto aleatorio*, *ibidem*, 1949, p. 596; ID., *Eccessiva onerosità*, voce in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1982; PINO, *La eccessiva onerosità della prestazione*, Padova, 1952; OSTI, *Clausola rebus sic stantibus*, voce in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1959; OPPO, *I contratti di durata*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, I, p. 143 e p. 227; BRACCANTI, *Degli effetti dell'eccessiva onerosità sopravvenuta nei contratti*, Milano, 1946; AULETTA, *Risoluzione dei contratti per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 170 ss.; OSILIA, *Sul fondamento della risolvibilità del contratto per sopravvenuta eccessiva onerosità della prestazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, p. 15; DE MARTINO, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Milano, 1946; REDENTI, *Sulla nozione di eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, p. 344; GAMBINO, *Eccessiva onerosità della prestazione e superamento dell'alea normale del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, p. 415; BESSONE, *Adempimento e rischio contrattuale*, Milano, 1969; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1958, I, p. 438; LIPARI, *Alea e rischio*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, p. 830; VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU e MESSINEO, Milano, 1954; FUNAIOLI, *Il gioco e la scommessa*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, Torino, 1950; RUBINO, *La compravendita*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da CICU e MESSINEO, Milano, 1952; TORRENTE, *Della rendita vitalizia*, in *Commentario al codice civile*, diretto da SCIALOJA e BRANCA, Bologna, 1948; BUTTARO, *L'interesse nell'assicurazione*, Milano, 1954; DONATI, *La causa del contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1950, I, p. 228; COLTRO CAMPI, *Considerazioni sui contratti a premio e sull'aleatorietà dei contratti di borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1958, I, p. 393 ss.; SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da VASSALLI, Torino, 1975, VI, tomo II, p. 831 ss. e 980 ss.

(19) BOSELLI, *Alea*, voce in *Noviss. Dig. it.*, cit., p. 469 ss.

L'alea in senso tecnico esprime una relazione di scambio fra due rischi equivalenti e si pone come causa del contratto aleatorio <sup>(20)</sup>.

Le obbligazioni fondamentali del contratto aleatorio non consistono né in un *facere* né in un *dare*, ma in un *pati* <sup>(21)</sup>.

La distinzione tra contratti aleatori per natura e per volontà delle parti è infondata e si dimostra utile soltanto per distinguere i contratti aleatori tipici da quelli atipici. Causa comune è lo scambio dei rischi e tanto gli uni quanto gli altri sono fundamentalmente aleatori per natura, in quanto l'interesse che soddisfano è in ogni caso tale che è necessaria l'assunzione di un rischio <sup>(22)</sup>.

Il contratto è aleatorio se il rischio incide immediatamente e direttamente sull'oggetto stesso del contratto, nel senso che la cosa dedotta in contratto non riesce a determinarsi se non in funzione del rischio. Oggetto del contratto solo apparentemente è una *res* mentre sostanzialmente è il rischio <sup>(23)</sup>.

Il contratto è commutativo se il rischio, pur incidendo genericamente nella particolare situazione dei contraenti, non è inerente strettamente all'oggetto del contratto (ed allora, perché il rischio penetri nel contratto e ne alteri la struttura, occorre un'espressa, specifica pattuizione e non può bastare il semplice affidamento desunto dall'essere una tal situazione rischiosa cognita reciprocamente ai contraenti) <sup>(24)</sup>.

Nei contratti aleatori non è noto né certo il rapporto tra l'entità del vantaggio e quella del rischio cui ciascuna parte si espone contraendo <sup>(25)</sup>, mentre nei contratti commutativi la valutazione del rispettivo sacrificio e vantaggio può essere effettuata dalle parti all'atto della conclusione del contratto. Ciò che rende il contratto aleatorio non è l'incertezza del valore economico delle prestazioni, ma l'incertezza sull'esistenza o sull'entità (o su entrambe) di una o di tutte le prestazioni <sup>(26)</sup>.

In altri termini la generale categoria dei contratti di scambio si specifica ulteriormente in una causa commutativa ed in una causa

---

<sup>(20)</sup> BOSELLI, *Alea*, voce in *Noviss. Dig. it.*, cit., p. 473 ss.; BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, cit., vol. III, p. 76 ss.; ASCARELLI, *Sulla portata sociale della nostra giurisprudenza in materia monetaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1950, p. 445; GAMBINO, *L'assicurazione*, cit., p. 180, 249-250, 258-260.

<sup>(21)</sup> BOSELLI, *Alea*, cit., p. 472.

<sup>(22)</sup> BOSELLI, *Alea*, cit., p. 474; NICOLÒ, *Alea*, voce in *Enc. del dir.*, cit., p. 1029.

<sup>(23)</sup> MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.* diretto da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, 1968, n. 21, tomo I, p. 774; BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 93.

<sup>(24)</sup> BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 93.

<sup>(25)</sup> MESSINEO, *op. cit.*, p. 774; ID., voce « *Contratto* » (*dir. priv.*), in *Enc. del dir.*, Milano, 1961, p. 992 ss.; Cass. 8 agosto 1979 n. 4626, in *Rep. Foro it.*, 1979, voce « *Contratto in genere* », n. 83; Cass. 10 aprile 1970 n. 1003, in *Rep. Foro it.*, 1970, voce « *Obbligazioni e contratti* », n. 73.

<sup>(26)</sup> PINO, *La eccessiva onerosità*, cit., p. 72; ROTONDI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1942, p. 341.

aleatoria. Tale distinzione pone in luce un ulteriore carattere della causa commutativa: se non vi è bisogno di equivalenza economica fra le prestazioni, il rapporto tra le stesse deve contenersi in limiti tali, che ciascuna controprestazione mantenga per ciascun contraente almeno un valore positivo. La possibilità di assumere un valore od una funzione negativa cioè di convertirsi in un danno, in una diminuzione patrimoniale vera e propria è infatti propria del rischio che è oggetto del contratto aleatorio. Perché un fenomeno analogo possa verificarsi in un contratto commutativo certo occorre poter riferire questo fenomeno ad una esplicita volontà delle parti <sup>(27)</sup>.

Al di fuori di questa volontà, ove per forza di eventi straordinari, la prestazione assuma un valore negativo nel senso anzidetto, il contratto commutativo certo assume una funzione diversa da quella propria e ciò costituisce un vizio (in questo caso funzionale) della causa commutativa, in quanto la funzione diversa, assunta dal contratto è proprio quella distinta dei contratti aleatori <sup>(28)</sup>.

Il rimedio a tale vizio della causa previsto dal legislatore è la risoluzione del contratto ai sensi dell'art. 1467 c.c.

La dottrina ha anche rilevato che il divieto di cui al citato articolo è limitato ai soli casi in cui la sopravvenienza sia da porre in relazione con gli eventi specifici costituenti l'alea concretamente dedotta in contratto <sup>(29)</sup>. Se si considera che nei contratti aleatori le parti si assumono solo l'alea derivante da un evento determinato e che, pertanto, solo in detta sfera ogni rimedio può essere escluso mentre gli squilibri che si producono per causa di eventi posti al di fuori di essa non avrebbero ragione di essere trattati diversamente da quelli che si verificano nei contratti commutativi, i divieti in parola non possono non apparire irragionevoli <sup>(30)</sup>.

## 6. (Segue): Sulla natura aleatoria o commutativa del contratto di swap.

Alla luce di quanto sopra, appare determinabile la natura commutativa del contratto di swap <sup>(31)</sup> <sup>(32)</sup>.

<sup>(27)</sup> BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 94.

<sup>(28)</sup> BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 94.

<sup>(29)</sup> BOSELLI, *Alea*, cit., p. 475; AULETTA, *Risoluzione e rescissione dei contratti*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 174.

<sup>(30)</sup> SACCO, *op. cit.*, p. 988; AULETTA, *Risoluzione dei contratti per eccessiva onerosità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949; BUFFA, *Di alcuni principi interpretativi in materia di risoluzione per eccessiva onerosità*, in *Riv. dir. comm.*, 1948, II, p. 910.

<sup>(31)</sup> In senso contrario INZITARI, *op. cit.*, p. 612. Si tenga presente, però, che l'Autore prende le mosse da un'ipotesi primitiva e marginale di swap, il cosiddetto *domestic swap*. Trattasi di un contratto creato nel vigore delle restrizioni valutarie

## Il punto chiave risiede nel fatto che non è affatto incerta l'esistenza

con il quale le parti si obbligano a corrispondere l'una all'altra, ad un termine stabilito, una somma di denaro in valuta nazionale di ammontare pari alla differenza tra il valore in lire di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto ed il valore in lire della stessa somma di valuta estera in un momento successivo contrattualmente stabilito (INZITARI, *op. cit.*, 603).

Questa fattispecie ci sembra molto più vicina ad un contratto a termine caratterizzato dalla liquidazione *in compensazione ed in lire* della differenza tra il valore delle due prestazioni allo scadere del termine. In altre parole, a differenza di un normale contratto a termine che presuppone la consegna a data futura prestabilita di una somma in divisa contro il pagamento di una somma in un'altra divisa, le parti concordano di effettuare un solo pagamento pari alla differenza (espressa in lire) tra il valore futuro delle due divise.

Alfa può vendere oggi con consegna tra sei mesi \$ 1 milione contro lire 1.200 milioni (contratto a termine) e, al fine di evitare lo scambio dei capitali al momento della consegna, concorda di compensare il controvalore in lire di \$ 1 milione calcolato al cambio in vigore tra sei mesi e lire 1.200 milioni cosicché pagherà una somma denominata in lire se il controvalore in lire di \$ 1 milione sarà inferiore a lire 1.200 milioni o riceverà una somma denominata in lire se il controvalore in lire di \$ 1 milione sarà superiore a lire 1.200 milioni.

Esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo analizzare se la peculiarità di regolare in compensazione ed in lire le prestazioni di un contratto a termine siano tali da configurare una fattispecie atipica ed autonoma rispetto al contratto a termine.

Comunque sia la soluzione di questo punto, questo contratto non sembra avere nulla in comune con lo *swap* oggetto del nostro esame al di là del nome preso in prestito in maniera alquanto impropria.

L'Autore dopo aver descritto il *domestic swap* allarga l'esame agli IRS e agli IRCS ed applica e generalizza le considerazioni pertinenti al *domestic swap* agli *swap* veri e propri. L'errore è di assimilare il *domestic swap* allo *swap* di cui ci occupiamo. In particolare l'errore di prospettiva è dato dal fatto che si fa diventare causa del contratto uno dei tanti scopi perseguibili da una parte (o da entrambe, ma anche da nessuna delle due!).

L'Autore, infatti, conduce l'esame esclusivamente dal punto di vista dell'importatore o esportatore che desidera coprire il rischio di variazione dei cambi (o degli interessi). Ciò permea tutta l'analisi ed emerge in particolare a p. 617 dove si afferma che « la funzione economico giuridica risiede nella finalità di controllare i rischi connessi alle variazioni nel tempo dei rapporti di cambio tra le valute o di tasso di interesse ».

La (pretesa) similitudine con l'assicurazione presente nell'analisi di INZITARI giunge ad indicare come metodo per la copertura dei rischi derivanti dalle operazioni di *swap* le tecniche attuariali utilizzate dalle società assicurative. Tuttavia le tecniche finanziarie universalmente adottate per gestire volumi enormi di *swap* nulla hanno in comune con tali metodi.

Inoltre la (pretesa) aleatorietà degli *swap* oltre che a essere dubbia per gli stessi *domestic swap* (se la causa di questi ultimi è quella di un contratto a termine — seppure caratterizzato dalla liquidazione in lire della sola differenza — si può fondatamente dubitare della loro natura aleatoria in quanto il contratto a termine non è considerato contratto aleatorio) è fuori luogo per lo *swap* vero e proprio per i motivi enunciati nell'articolo.

Circa la natura di contratto a termine non aleatorio del *domestic swap* vedasi anche CHIOMENTI, *Cambi a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 45 ss. Per altra dottrina in merito al *domestic swap* vedasi MORI, *op. cit.*, pp. 25-27; CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette alla eliminazione del rischio di cambio*, in *Contratto e impresa*, 1988, p. 393; IRRERA, *Domestic swap: un nuovo contratto atipico*, in *Il Foro Padano*, 1987, II, p. 122.

(<sup>32</sup>) In senso favorevole alla natura commutativa dello *swap* si esprime MORI, *op. cit.*, pp. 337-344.

di una o entrambe le prestazioni né il loro ammontare. Le parti si scambiano due flussi di pagamenti determinati o determinabili in base a dei parametri di riferimento.

Il rischio della variazione dei tassi non è l'oggetto dello scambio né si pone come causa dello scambio. Il rapporto tra l'entità del vantaggio e l'entità del rischio è noto in partenza ad entrambe le parti.

La variazione dei tassi di cambio e di interesse pur incidendo genericamente sulla reciproca posizione dei contraenti, non riesce tuttavia a penetrare nella struttura del contratto, ossia non partecipa allo scambio operato dalle parti. Essa rimane un rischio esterno al contratto.

Le prestazioni delle parti sono determinate all'inizio del contratto ed ogni parte sa quali vantaggi otterrà dalla stipula del contratto e quali sacrifici ciò comporta. Chiaramente non manca un fattore di incertezza economica e l'utile finale dipenderà da circostanze future, ma ciò è comune ad ogni contratto.

Sostenere che lo scambio dei rischi sia la causa del contratto di swap significa svilire la vera causa del contratto facendo assurgere quella che è l'alea normale ad elemento causale della fattispecie.

Nessuno dubiterebbe della natura commutativa di una permuta con numerose consegne differite (Alfa permuta 100 chilogrammi di oro da consegnarsi 10 chilogrammi all'anno in cambio di 1.000 barili di petrolio da consegnarsi in rate di 100 all'anno). Quale differenza esiste con uno swap in base al quale Alfa paga \$ 100.000 all'anno per cinque anni ed in cambio riceve da Beta £ 75.000 all'anno<sup>(33)</sup>?

Nessuno dubita della natura commutativa del mutuo e se due parti erogano due mutui una all'altra in modo tale da avere il risultato uguale a quello di uno swap<sup>(34)</sup> non per questa combinazione diremmo che i mutui diventano aleatori<sup>(35)</sup>.

Pochi dubbi sussistono sulla natura commutativa del contratto di vendita di titoli a fermo a termine<sup>(36)</sup> (mentre ha natura aleatoria quello a premio)<sup>(37)</sup>. Abbiamo visto in precedenza<sup>(38)</sup> che uno *swap* può essere scomposto in una serie di contratti di cambio a termine.

La prova pratica della natura non aleatoria dello *swap* consiste nel fatto che si possono avere *swap* nei quali il rischio della variazione dei tassi è completamente neutro in quanto incide in maniera identica (e cioè nella stessa misura e nello stesso senso) su entrambe le prestazioni

<sup>(33)</sup> BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 180.

<sup>(34)</sup> Confronta par. 2.

<sup>(35)</sup> BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 186.

<sup>(36)</sup> MESSINEO, *Il contratto in generale*, cit., p. 780.

<sup>(37)</sup> MESSINEO, *op. cit.*, p. 779.

<sup>(38)</sup> Confronta par. 2.

dei contraenti. Si pensi allo *swap* in base al quale Alfa paga a Beta il 10% su lire 1 miliardo ogni anno e Beta paga il 7.97% ogni mese calcolato sullo stesso capitale di lire 1 miliardo. Appare evidente che un calo (o aumento) dei tassi si ripercuoterebbe in maniera uguale su entrambe le parti che si troverebbero a pagare un tasso di interessi più alto (o più basso) del mercato.

Entrambe le parti hanno un interesse economico alla conclusione del contratto e cioè sanno che — comunque vadano le cose — hanno ottenuto il valore positivo che volevano raggiungere.

Se una (o entrambe) parte ha contratto allo scopo di proteggersi dalla variazione dei tassi di interesse e/o di cambio, la protezione rimane indipendentemente dal fatto che se non la avesse fatta si sarebbe trovata in una posizione migliore. In altre parole se non fosse stato prudente nel proteggersi avrebbe guadagnato di più.

Se una (o entrambe) parte ha contratto con l'aspettativa che ciò che si impegna a pagare avrà in futuro un valore economico inferiore a ciò che riceve, a nulla rileva il successivo evolversi dei prezzi se non ai fini personali del soggetto contraente.

Il valore positivo emerge dallo scambio in se stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto.

Lo scopo perseguito dalle parti — sia esso di protezione o di speculazione — viene soddisfatto attraverso lo scambio in sé.

Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti che di per sé ha ragion d'essere.

Sarebbe errato far rientrare nella causa lo scambio dei rischi della variazione dei tassi che in certe ipotesi è inesistente.

Il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto di *swap*, di quell'alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificare la funzione del medesimo, ma rimane ad esso estrinseca, per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale.

L'alea normale è stata definita come quel rischio che il contratto comporta a causa della sua peculiarità; rischio al quale ciascuna parte implicitamente si sottopone concludendo il contratto<sup>(39)</sup>.

Non varrà pertanto una dichiarazione delle parti che qualificano questo contratto come aleatorio per escludere l'applicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità. Un contratto non diventa aleatorio soltanto perché le parti lo definiscono tale. Se lo scopo delle parti è di

---

(39) BOSELLI, *La risoluzione*, cit., p. 173.

evitare l'applicazione dell'istituto citato (art. 1467 c.c.) basterà un'espressa previsione *ad hoc* mirante a rimuovere il diritto dei contraenti a far ricorso a tale norma.

## 7. *Lo swap del mercato dei cambi.*

Dalla fattispecie di *swap* fino ad ora esaminata ed in particolare dal *double zero coupon IRCS* il passo è breve per giungere ad un altro tipo di *swap*: quello utilizzato nel mercato dei cambi <sup>(40)</sup> <sup>(41)</sup>.

L'operazione consiste nella vendita di un ammontare di una divisa contro pagamento dell'equivalente in un'altra divisa e nella successiva rivendita a scadenza predeterminata della somma iniziale contro restituzione del prezzo aumentato o diminuito per una cifra pari all'ammontare del differenziale dei tassi di interesse delle due divise in vigore per il periodo intercorrente tra la data di vendita e di retrovendita. Questa operazione è nota nel mercato domestico come 'pronti contro termine'.

Un esempio faciliterà la comprensione.

Un contraente — il compratore — acquista \$ 1 milione e paga £ 500.000. Contestualmente vende alla stessa controparte con data di consegna tra un anno la divisa acquistata contro pagamento di £ 531.914,89. In altre parole una divisa si pone come oggetto delle due vendite (quella iniziale 'a pronti' e quella finale 'a termine') e l'altra come prezzo.

La determinazione del prezzo di acquisto viene effettuata tenendo conto del differenziale tra i tassi di interesse delle due divise scambiate <sup>(42)</sup>.

---

<sup>(40)</sup> Il mercato dei cambi è un mercato che ha per oggetto la compravendita di divise ed è separato da quello degli *swap* di cui ci stiamo occupando sia per i diversi soggetti che vi operano che per le diverse norme tecniche e contabili che lo regolano.

Nel 1989 ventuno banche centrali e autorità monetarie hanno effettuato un'indagine approfondita sulle transazioni in cambi nei rispettivi paesi. Uno degli aspetti di maggior rilievo che emerge da questa indagine è costituito dalle dimensioni del mercato. Al netto di tutte le duplicazioni si può stimare che il totale delle operazioni in cambi raggiunge un volume giornaliero di circa \$ 650 miliardi, equivalente a quasi quaranta volte il valore medio giornaliero delle esportazioni mondiali di beni e servizi all'epoca dell'indagine. Il commercio estero di per sé può spiegare solo modesta parte dell'attività complessiva sui mercati dei cambi. Il contributo preponderante deriva evidentemente dai flussi internazionali di capitali e dalle continue operazioni di copertura, arbitraggio e assunzione di posizioni collegate alle moderne strategie di gestione del rischio. L'indagine mostra che le operazioni a pronti sono tuttora predominanti sul mercato dei cambi.

<sup>(41)</sup> Circa la distinzione tra il mercato dei cambi e quello degli *swap* in esame si veda BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Recent innovations in international banking*, aprile 1986, p. 37.

<sup>(42)</sup> In pratica il prezzo di riacquisto dello *swap* del mercato dei cambi viene determinato utilizzando il cambio a termine della divisa che funge da prezzo della

Si noti la differenza con lo *swap* prima visto (*double zero coupon IRCS*): in questo caso l'importo della divisa venduta non muta (Alfa vende \$ 1 milione che a scadenza gli viene restituito e ciò che varia è il prezzo che si paga), mentre nel precedente esempio entrambi gli importi sono pagati al netto degli interessi dedotti in via anticipata.

	<i>double zero coupon IRCS</i> <sup>(43)</sup>		<i>swap</i> di divise	
giorno 1	\$ 1.000.000	(£ 500.000)	\$ 1.000.000	(£ 500.000)
giorno 360	(\$ 1.070.000)	£ 565.000	(\$ 1.000.000)	£ 528.010,98

Questa differenza tecnica tra le due operazioni altro non è che la manifestazione della diversa causa dei due contratti. Emerge *ictu oculi* che la causa del contratto di *swap* del mercato dei cambi è quella del riporto.

La struttura dello *swap* del mercato dei cambi non consente pagamenti intermedi tra le due vendite.

Il risultato tecnico economico dello *swap* di divise può essere raggiunto anche tramite la successione di una vendita a pronti e di una a termine. Lo *swap de quo* è comunque un contratto unitario, nella cui struttura sono assorbiti gli elementi di una duplice contestuale compravendita, la prima (ad effetto traslativo immediato, cioè operante a seguito del perfezionarsi del contratto) a pronti, e la seconda (ad effetto traslativo operante soltanto alla scadenza stabilita e senza che occorra la prestazione di un nuovo consenso al fine di permettere il trasferimento di proprietà) a termine. Altro non è che un riporto di divise.

Il *double zero coupon IRCS* segna il confine tra il contratto di *swap* oggetto dell'indagine di questo articolo e quello in uso nel mercato dei cambi. La causa del primo è pur sempre quella dello scambio di pagamenti (anche se gli interessi sono pagati in via anticipata per entrambe le parti), mentre quella del secondo è quella del riporto.

La distinzione dal punto di vista pratico si basa sull'indagine della volontà contrattuale, ma il primo indice è dato dalla struttura del con-

vendita aumentato o diminuito in funzione del differenziale dei tassi di interesse tra le due divise. Nel *double zero coupon currency swap*, invece, entrambe le divise inizialmente scambiate sono il valore attuale (e cioè al netto degli interessi) delle somme che vengono scambiate al termine del contratto (valori futuri).

<sup>(43)</sup> L'esempio presuppone che il tasso del dollaro a un anno è 7% e quello delle sterline 13%.

tratto: se i quattro importi (quelli che primo scambio e quelli del secondo) sono diversi ciò significa che le parti hanno scambiato il valore attuale di due divise scontando gli interessi (*double zero coupon IRCS*), se, invece, un importo del primo scambio è uguale anche nel secondo ciò significa che tale divisa è oggetto del riporto (*swap di divise*).

Nell'esempio si sono scelti per semplicità due ammontari rotondi per il primo scambio. L'esempio potrebbe essere riscritto come segue:

	<i>double zero coupon IRCS</i>		<i>swap di divise</i>	
giorno 1	\$ 934.579,44	(£ 442.477,88)	\$ 1.000.000	(£ 500.000)
giorno 180	(\$ 1.000.000)	£ 500.000	(\$ 1.000.000)	£ 531.914,89