

DIRITTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Fasc. 2

1990

(Estratto)

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

« INTEREST RATE SWAPS »

E « INTEREST RATE AND CURRENCY SWAPS »



MILANO - DOTT. A. GIUFFRÈ EDITORE

PROBLEMI D'ATTUALITÀ

FRANCESCO A. CAPUTO NASSETTI

« INTEREST RATE SWAPS » E « INTEREST RATE AND CURRENCY SWAPS »

1. Premessa. — 2. Origini degli *interest rate and currency swaps*. — 3. Origini degli *interest rate swaps*. — 4. Definizione e benefici. — 5. Classificazioni. — 6. L'International Swap Dealer Association Inc.. — 7. Descrizione del mercato. — 8. Tipologie di rischi. — 9. Aspetti legali. — 10. Aspetti fiscali. — 11. Aspetti valutari. — 12. Aspetti regolamentari. — Bibliografia.

1. Premessa.

Il più forte stimolo alla innovazione finanziaria proviene dalle autorità fiscali, valutarie ed amministrative.

Paradossalmente, infatti, le normative da queste prodotte sono gli ostacoli che gli operatori cercano di superare attraverso la creazione di strumenti di ingegneria finanziaria.

Così è stato per le operazioni di *interest rate and currency swap* (« IRCS »).

Questi, insieme agli *interest rate swap* (« IRS »), vengono comunemente indicati con il termine *swaps*.

Prima di procedere nell'indagine che ci proponiamo in questa sede è necessaria una precisazione terminologica.

Nel linguaggio comune il sostantivo *swap* significa scambio ed il verbo *to swap* scambiare. Nel mondo finanziario il termine *swap* assume diversi significati ed identifica varie operazioni sostanzialmente difformi l'una dall'altra.

Nel settore del *countertrade*, ad esempio, per *swap* si intende un baratto di merci: un paese in via di sviluppo è privo di riserve valutarie cede ad un paese industrializzato materie prime in cambio di prodotti finiti il cui valore è uguale a quello delle materie prime.

Nel mercato del debito sovrano, in cui i paesi occidentali sono creditori dei paesi latino-americani, dell'Africa, di alcuni paesi dell'Asia e dell'Europa dell'est, per *swap* si intende il *debt-equity swap*: il

paese indebitato ricompra il proprio debito in cambio di investimenti in aziende nazionali.

Nelle sale cambi delle banche per *swap* si intende il contratto composto da una vendita di una divisa contro il corrispettivo in un'altra divisa ed il successivo riacquisto in senso opposto.

Gli *swaps* di cui ci occuperemo, invece, sono operazioni normalmente a medio termine in base alle quali le parti si impegnano reciprocamente ad effettuare dei pagamenti il cui ammontare è determinato o è determinabile sulla base di parametri di riferimento diversi.

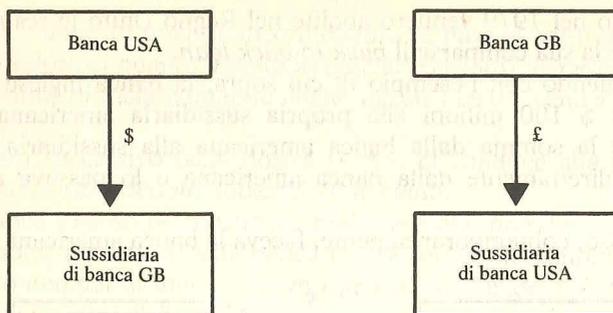
Per meglio comprendere la *ratio* e la utilità di questi strumenti è bene prendere le mosse dalle loro origini storiche.

2. *Origini degli interest rate and currency swaps.*

Le origini degli IRCS risalgono alla fine dei non lontani anni settanta quando nel Regno Unito vigevano ancora le restrizioni valutarie. La Banca di Inghilterra, al fine di scoraggiare l'uscita di capitali, imponeva ai residenti un premio sull'acquisto di divise per effettuare investimenti o prestiti all'estero.

Al solo scopo di evitare tale premio fu utilizzato dapprima il *parallel loan* ed in seguito il *back-to-back loan*, che si possono considerare gli antesignani degli IRCS.

Il *parallel loan* era così strutturato: una banca/società inglese, che intendeva prestare, per esempio, \$ 100 milioni per sette anni alla propria sussidiaria americana, per non pagare il premio di cui sopra, erogava ad una sussidiaria inglese di una banca/società americana un prestito del controvalore in sterline di \$ 100 milioni (supponiamo £ 50 milioni). Il tasso di interesse veniva determinato sulla base dei seguenti parametri: se una primaria banca/società americana per un prestito a sette anni pagava un margine di 1% al di sopra dei *Treasuries* (i titoli di stato americani) e se i *Treasuries* a sette anni erano al 9%, la sussidiaria americana della banca/società inglese pagava il 10%. D'altro lato la sussidiaria inglese della banca/società americana pagava il margine sui *Gilts* (i titoli di stato inglesi) che le banche/società inglesi avrebbero pagato per operazioni simili, supponiamo 0,75. Se i *Gilts* a sette anni erano al 7,25%, il tasso del prestito era 8%.



Questo è il flusso di pagamenti che ne deriva:

anno	\$	£
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

Non esistono dati precisi circa il volume raggiunto dai *parallel loans*, ma si calcola che ne furono effettuati per circa \$ 5 miliardi.

Il motivo che ne causò uno sviluppo limitato è da ricercarsi nella rigidità della struttura che presupponeva quattro soggetti con le stesse esigenze (due società che avevano sussidiarie estere bisognose di finanziamenti della stessa entità in diverse divise) e *standing*.

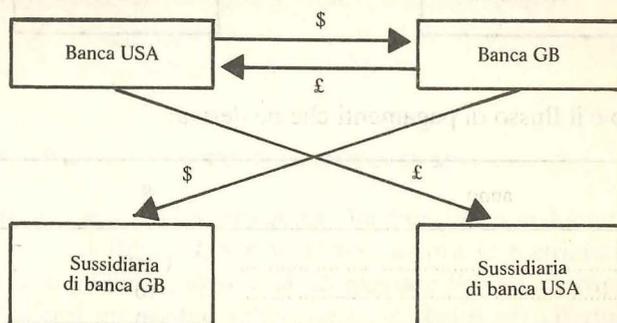
Lo svantaggio di queste operazioni consisteva nella alta componente di rischio implicita nella struttura: i prestiti — sostanzialmente privi di rischio — che le due case madri avrebbero voluto fare alle proprie sussidiarie, venivano sostituiti da due prestiti giuridicamente non collegati e con pieno rischio sull'altro istituto. Ciò comportava che, ad esempio, qualora la sussidiaria americana della banca/società inglese fosse stata inadempiente, la sussidiaria inglese della banca/società americana non avrebbe avuto il diritto di eccepire l'inadempimento ed avrebbe dovuto onorare il proprio prestito.

Dal punto di vista contabile i prestiti venivano riportati in bilancio.

Quando nel 1979 vennero abolite nel Regno Unito le restrizioni valutarie, fece la sua comparsa il *back-to-back loan*.

Proseguendo con l'esempio di cui sopra, la banca inglese che voleva prestare \$ 100 milioni alla propria sussidiaria americana, anziché far erogare la somma dalla banca americana alla sussidiaria, otteneva il prestito direttamente dalla banca americana e lo passava alla sussidiaria.

Lo stesso, contemporaneamente, faceva la banca americana.



Questo è il flusso dei pagamenti che ne deriva:

anno	\$	£
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

Anche per quanto riguarda i *back-to-back loans* non esistono statistiche ufficiali, ma si crede abbiano avuto uno sviluppo superiore a quello dei *parallel loans*, grazie alla maggiore semplicità rispetto a questi ultimi e, soprattutto, al vincolo giuridico che legava i due prestiti. L'inadempimento di una parte, infatti, dava il diritto all'altra di sospendere i propri pagamenti riducendo così, sostanzialmente, il rischio dell'operazione. In pratica il rischio era limitato alla sola differenza ne-

gativa tra il valore di quanto ancora dovuto in base al contratto inadempito ed il valore di quanto dovuto in base al contratto sospeso.

Dal punto di vista contabile anche questi prestiti venivano riportati in bilancio.

Il passo successivo nella nostra esegesi ci conduce alla serie di *foreign exchange transactions* (operazioni in cambi).

La banca inglese del nostro esempio, anziché prendere in prestito i \$ 100 milioni, li compra dalla banca americana ed in cambio paga £ 50 milioni. Contemporaneamente si impegna *a*) a rivendere \$ 100 milioni tra sette anni contro £ 50 milioni e *b*) a vendere \$ 10 milioni contro £ 4 milioni all'anno per sette anni. Tutte le operazioni di *forward foreign exchange* (operazioni di cambio a termine) avvengono al cambio *spot* (cambio a pronti).

Questo è il flusso di pagamenti che ne deriva:

anno	\$	£
0	(100)	50
1	10	(4)
2	10	(4)
3	10	(4)
4	10	(4)
5	10	(4)
6	10	(4)
7	110	(54)

In pratica si ottengono gli stessi risultati del *back-to-back loan* e nulla cambia dal punto di vista del rischio.

Il notevole vantaggio, però, risiede nel fatto che le operazioni in cambi a termine non vengono riportate tra le attività e passività del bilancio, bensì tra i conti d'ordine e ciò comporta un miglioramento del *Return on Assets* (ROA) e dei coefficienti patrimoniali (cf. capitolo 12) dell'istituto. In altre parole la banca inglese riesce a procurarsi i \$ 100 milioni senza prenderli in prestito e senza aumentare l'indebitamento. A fronte della serie di operazioni in cambi deve allocare meno capitale, liberando in definitiva risorse e rendendo meno costosa l'operazione.

Dalla serie di operazioni in cambi allo IRCS il passo è stato breve. Anziché fare una serie di operazioni in cambi giuridicamente separate le parti concludono un unico contratto (IRCS) in forza del quale si impegnano ad effettuare reciprocamente una serie di pagamenti. Le prestazioni sono interdipendenti e, in caso di inadempimento di una delle parti, l'altra può astenersi dall'eseguire i propri pagamenti. Per-

tanto, come nel *back-to-back loan* e nella serie di operazioni in cambi, il rischio viene limitato alla differenza negativa tra il valore della obbligazione inadempita e quella sospesa.

Al pari della serie di operazioni in cambi lo IRCS viene riportato nei conti d'ordine con i benefici di cui si è fatto cenno.

A questo punto confrontiamo i flussi dei pagamenti delle diverse operazioni e cerchiamo di trarre alcune conclusioni:

anno	<i>Parallel loan</i>		<i>Back-to-back</i>		Serie di operazioni in cambi		IRCS	
	\$	£	\$	£	\$	£	\$	£
0	(100)	50	(100)	50	(100)	50	(100)	50
1	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
2	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
3	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
4	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
5	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
6	10	(4)	10	(4)	10	(4)	10	(4)
7	110	(54)	110	(54)	110	(54)	110	(54)

Emerge chiaramente che i flussi sono identici, ma la struttura giuridica delle operazioni è assai diversa.

Il *parallel loan* presuppone quattro parti e due contratti separati, viene riportato in bilancio tra le attività e le passività ed è molto rischioso in quanto non vi è la possibilità di eccepire l'inadempimento dell'altro contratto.

Il *back-to-back loan* presuppone due parti e due contratti tra loro collegati, viene riportato in bilancio tra le attività e le passività, ma è — come visto — meno rischioso del precedente.

La serie di operazioni in cambi presuppone due parti e otto contratti (un contratto a pronti di \$ 100 mln/£ 50mln, sei contratti a termine \$ 10mln/£ 4mln, un contratto a termine di \$ 110mln/£ 54mln), ma presenta il vantaggio di figurare tra i conti d'ordine nel bilancio.

Lo IRCS presuppone due parti ed un unico contratto, presenta il vantaggio di figurare tra i conti d'ordine e il rischio è limitato alla differenza tra il valore di quanto dovuto dalle parti.

Questa nostra esegesi rivela, dunque, che gli IRCS sono derivati direttamente dal mercato dei cambi da cui hanno mutuato non solo il nome (*swap*), ma anche la terminologia. Si tenga presente, però, che solo questi sono gli elementi in comune, in quanto le operazioni di cambio implicite negli IRCS non vengono effettuate ai cambi reali (abbiamo

visto, infatti, che i cambi a termine impliciti negli IRCS sono effettuati al tasso del cambio a pronti) ed i due mercati sono completamente separati.

Il primo IRCS fu fatto nel 1981 tra la Banca Mondiale e la IBM.

3. *Origini degli interest rate swaps.*

Gli IRS sono concettualmente e tecnicamente molto più semplici degli IRCS di cui sono stati il risultato quasi casuale; si possono pertanto considerare un prodotto aggiuntivo del processo evolutivo che ha portato alla creazione degli IRCS.

Il primo IRS fu fatto nel 1982, circa un anno dopo il primo IRCS.

Paradossalmente, però, ben presto gli IRS hanno superato in termini di volumi, come meglio vedremo in seguito, gli IRCS.

La *ratio* degli IRS si basa sullo sfruttamento della diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che ogni soggetto possiede.

Un esempio servirà a comprendere meglio questo fondamentale aspetto.

La società Alfa gode del massimo *rating* AAA, è molto solida ed ha una ottima reputazione sul mercato. Ha necessità di indebitarsi e decide di effettuare una emissione obbligazionaria (o qualsiasi altra forma di indebitamento) della durata di sette anni. Le quotazioni che una società di questo tipo ottiene sono 7% per anno se si indebita a tasso fisso e *Libor* (*London InterBank Offered Rate*: il tasso interbancario sul mercato di Londra) a sei mesi più un margine di 0,0625% per anno se si indebita a tasso variabile.

La società Beta, che non è altrettanto solida e gode di un *rating* BBB, ha la stessa necessità di indebitamento. Le quotazioni che ottiene sono 8% per il tasso fisso e *Libor* più 0,25%.

	Tasso fisso	Tasso variabile
AAA	7%	<i>Libor</i> + 0,0625%
BBB	8%	<i>Libor</i> + 0,25 %
differenza	1%	0,1875%

La differenza tra i tassi fissi è maggiore di quella tra i tassi variabili. A prima vista questo può sembrare strano in quanto la differenza di rischio tra le due società (AAA-BBB) non muta per il fatto che il debito settennale sia a tasso fisso o variabile.

La ragione è data dalla diversità della tipologia degli investitori nel mercato del tasso fisso ed in quello del tasso variabile.

Coloro che investono in strumenti a tasso fisso sono principalmente gli investitori istituzionali quali le assicurazioni, i fondi pensione, i fondi comuni, ecc., soggetti che, per la natura della loro attività, necessitano di investimenti a tasso fisso. Non essendo normalmente in grado di valutare a fondo i rischi creditizi, questi soggetti preferiscono investire la propria liquidità in debito di ottima qualità (titoli di Stato, di enti statali, di primarie società, di soggetti che godono di un *rating* elevato). Se una società BBB vuole accedere a tale mercato (tasso fisso) deve pagare un premio in quanto la domanda per titoli ad alto rischio/remuneratività è scarsa.

Coloro che investono in strumenti a tasso variabile sono principalmente banche poiché la loro raccolta è essenzialmente a base variabile. Gli istituti di credito, infatti, investono in società non primarie non solo perché sono esperti nel valutare analiticamente i rischi, ma anche perché sono stati disintermediati dalle società primarie che ricorrono ad altre forme di indebitamento non bancario (borse valori e mercati obbligazionari).

Le regole della domanda e della offerta completano il quadro: gli investitori istituzionali, desiderosi di strumenti a tasso fisso, sono più numerosi rispetto alle banche che preferiscono strumenti a tasso variabile e, pertanto, una società AAA incontra maggiore domanda emettendo obbligazioni a tasso fisso. Viceversa, una società BBB troverebbe difficoltà ad emettere obbligazioni a tasso fisso in quanto pochi tra i numerosi investitori istituzionali sarebbero disposti ad acquistarle. Incontrerà maggiore domanda emettendo a tasso variabile in quanto le banche sono alla ricerca di investimenti a rendimento variabile.

Il mercato dei titoli a tasso variabile è inferiore rispetto a quello a tasso fisso sia in termini numerici che di volumi. Nel primo l'offerta di denaro/domanda di investimento è maggiore rispetto alla domanda di denaro/offerta di titoli. Questo comporta una diminuzione della differenza tra titoli AAA e BBB.

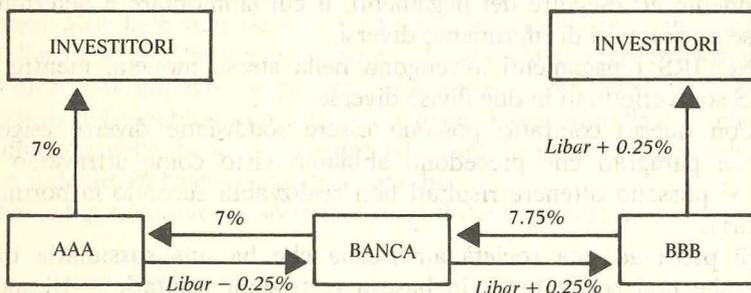
Al contrario, nel mercato dei titoli a tasso fisso prevale la domanda di denaro/offerta di titoli. Essendo tra l'altro l'offerta di denaro/domanda di titoli maggiormente orientata verso la migliore qualità la differenza tra titoli AAA e BBB aumenta.

La diversità di rischio tra AAA e BBB si accentua con l'allungarsi delle scadenze e, pertanto, la differenza tra i rendimenti di titoli emessi da AAA e BBB aumenta con l'aumentare della durata. A parità di durata la legge della domanda e dell'offerta tende a restringere o ad allargare tale margine a seconda che si tratti di strumenti a tasso fisso o variabile.

Nel mercato del tasso variabile, però, il fattore durata tende ad avere un'importanza minore in quanto il tasso di interesse viene fissato ogni tre o sei mesi e, se il mercato di tali strumenti è liquido, essi vengono usati per esigenze di tesoreria a breve. Questa caratteristica costituisce una ulteriore causa della diminuzione della differenza tra titoli AAA e BBB nel mercato del tasso variabile.

Torniamo ora al nostro esempio.

La società AAA ha convenienza ad emettere a tasso fisso e la società BBB a tasso variabile. Un IRS tra AAA e BBB rende più conveniente l'operazione per entrambe le parti. Una banca normalmente svolge il ruolo di intermediario.



La società AAA, attraverso un IRS, si impegna a pagare il tasso variabile al *Libor* - 0,25% p.a. alla banca, la quale a sua volta si impegna a pagare il tasso fisso del 7% p.a. Il risultato finale è che la società AAA ha trasformato il costo del debito obbligazionario del 7% p.a. in un tasso variabile di *Libor* - 0,25% p.a., con un risparmio di 0,3125% p.a. rispetto a quanto avrebbe pagato se avesse emesso un titolo a tasso variabile.

La società BBB, attraverso un IRS, si impegna a pagare il tasso fisso 7,75% alla banca, la quale a sua volta si impegna a pagare il *Libor* + 0,25% p.a. Il risultato finale è che la società BBB ha trasformato il debito obbligazionario al *Libor* + 0,25% p.a. in un tasso fisso di 7,75% p.a., con un risparmio di 0,25% p.a. rispetto a quanto avrebbe pagato se avesse emesso un titolo a tasso fisso.

La banca intermediaria ha un utile di 0,75% p.a. nel flusso di pagamenti a tasso fisso e una perdita di 0,50% p.a. in quello dei tassi variabili. Il risultato finale è un profitto di 0,25% p.a. circa (in questo esempio non si è tenuto conto dell'incidenza di vari fattori quali le basi di calcolo degli interessi e l'anatocismo).

Come si vede tutti guadagnano e, quel che è più strano, nessuno ci rimette!

Se si sommano i risparmi ed i profitti delle parti il risultato è pari a 0,8125% (AAA 0,3125%, BBB 0,25% banca 0,25%). Questo altro non è che la differenza tra *a*) la differenza sul tasso fisso tra AAA e BBB (1%) e *b*) la differenza sul tasso variabile tra AAA e BBB (0,1875%).

Si è così dimostrato che il mercato degli IRS si basa sullo sfruttamento della diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che ogni soggetto possiede.

4. *Definizione e benefici.*

Lo *swap* è un contratto in forza del quale le parti si obbligano reciprocamente ad eseguire dei pagamenti, il cui ammontare è determinato in base a parametri di riferimento diversi.

Nell'IRS i pagamenti avvengono nella stessa moneta, mentre nell'IRCS sono effettuati in due divise diverse.

Con questo contratto possono essere soddisfatte diverse esigenze.

Nei paragrafi che precedono abbiamo visto come attraverso uno *swap* si possano ottenere risultati non realizzabili secondo la normativa valutaria.

Si pensi ad una società americana che ha una sussidiaria in un paese che non consente — in base a restrizioni valutarie — l'esportazione di una certa somma in valuta locale. Nel contempo, una società nello stesso paese della sussidiaria ha un'eccesso di liquidità in dollari, originata dalla sua attività internazionale, da convertire nella valuta locale.

Grazie ad uno *swap* tra la casa madre americana e la società locale con liquidità in dollari le parti possono ottenere i risultati desiderati senza contravvenire alla normativa valutaria.

Abbiamo anche visto come mediante uno *swap* si possano ottenere vantaggi in termini di risparmio sui tassi di interesse sfruttando le diverse capacità di accesso al mercato che le parti hanno.

Consideriamo ora il primo IRCS fatto nel 1981 tra la Banca Mondiale e la IBM.

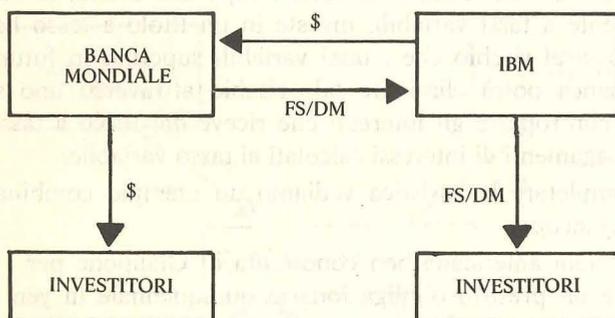
La Banca Mondiale è un regolare emittente di obbligazioni i cui proventi servono a finanziare la sua attività. Fino al 1981 le divise in cui si indebitava erano quelle a basso tasso di interesse: il franco svizzero, lo yen e il marco tedesco. Questi mercati, però, non erano abbastanza grandi per soddisfare la crescente domanda della Banca Mondiale.

Tutti gli investitori svizzeri e tedeschi avevano nel loro portafoglio i titoli di questa banca. Conseguentemente i rendimenti che la Banca Mondiale doveva offrire per attirare gli investitori di quei mercati dovevano aumentare rendendo il costo dell'indebitamento non competitivo.

Nel contempo la IBM, nota società americana che opera nel settore dell'informatica, non aveva necessità di indebitarsi in franchi svizzeri e in marchi, anche se i suoi titoli, tuttavia, sarebbero stati ben accolti in quei mercati. La IBM ricorreva, invece, assiduamente al mercato domestico per raccogliere fondi ed i suoi titoli erano presenti nella maggior parte dei portafogli americani.

I due soggetti realizzarono che attraverso uno scambio dei flussi di pagamenti potevano superare, almeno in parte, gli ostacoli di cui sopra. L'accordo tra le parti fu il seguente: la Banca Mondiale emise obbligazioni in dollari. Il mercato di questi titoli costituisce il più grande mercato mondiale ed ha una capacità di assorbimento superiore ad ogni altro. La IBM si indebitò, invece, in franchi svizzeri e in marchi. Poiché la Banca Mondiale non desiderava pagare gli elevati tassi di interesse del dollaro e la IBM non aveva bisogno dei franchi svizzeri e dei marchi, quest'ultima si impegnò a pagare certe somme equivalenti al servizio del debito delle obbligazioni in dollari della Banca Mondiale in cambio dell'impegno della banca di pagare alla IBM le somme necessarie per servire il debito in franchi svizzeri e marchi.

Nella figura che segue sono descritti i flussi degli interessi.



Il risultato finale fu positivo per entrambe le parti poiché si indebitarono in nuovi mercati che soddisfecero positivamente la domanda: la IBM si indebitò con un costo effettivo in dollari avendo ricevuto dalla Banca Mondiale quanto dovuto agli investitori, mentre la banca si indebitò con un costo effettivo in franchi svizzeri e in marchi avendo ricevuto dalla IBM quanto dovuto agli investitori.

Prendiamo ora in esame il caso in cui le parti, al contrario dell'esempio di cui sopra, sarebbero penalizzate dall'ingresso in nuovi mercati. Una banca/società americana desidera raccogliere franchi francesi, ma non ha accesso a tale mercato (o meglio, essendo sconosciuta

in Francia, incontrerebbe difficoltà nella ricerca di investitori) ed una banca/società francese desidera a sua volta indebitarsi in dollari, ma se lo facesse direttamente dovrebbe sopportare un costo elevato per entrare nel mercato americano. Le due banche/società hanno, però, un accesso privilegiato ai rispettivi mercati domestici.

Al fine di raggiungere gli obiettivi desiderati, le due banche/società emettono obbligazioni nei rispettivi mercati domestici dove possono ottenere buone condizioni ed attraverso uno *swap* si scambiano i flussi di pagamento dei propri debiti.

Gli ultimi due esempi illustrano chiaramente come, sfruttando le posizioni di cui godono su diversi mercati, le parti possano ottenere risultati che altrimenti non sarebbero in grado di raggiungere.

Normalmente le parti utilizzano gli *swaps* come strumenti per annullare o diminuire un rischio sui tassi di interesse di una loro attività o passività.

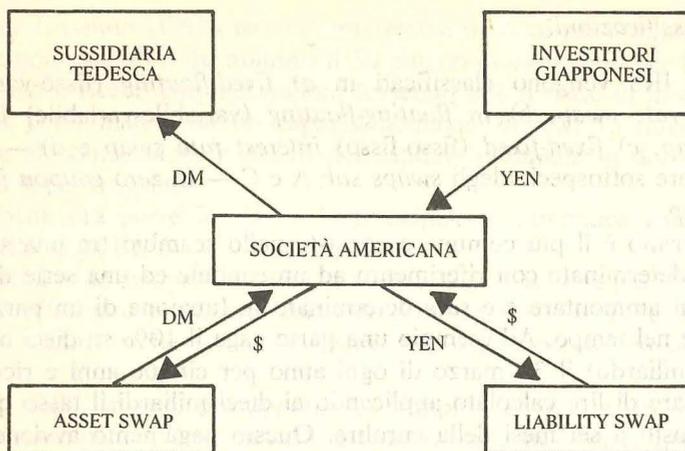
Gli *swaps* si distinguono in *liability swaps* se modificano il flusso di una passività, come nei due esempi di cui sopra, ed in *asset swaps* quando trasformano il flusso di pagamenti di una attività.

Vediamo ora un esempio di *asset swap*: una banca, la cui raccolta è normalmente a tassi variabili, investe in un titolo a tasso fisso, rimanendo esposta al rischio che i tassi variabili superino in futuro il tasso fisso. La banca potrà eliminare tale rischio attraverso uno *swap*, pagando alla controparte gli interessi che riceve dal titolo a tasso fisso in cambio di pagamenti di interessi calcolati al tasso variabile.

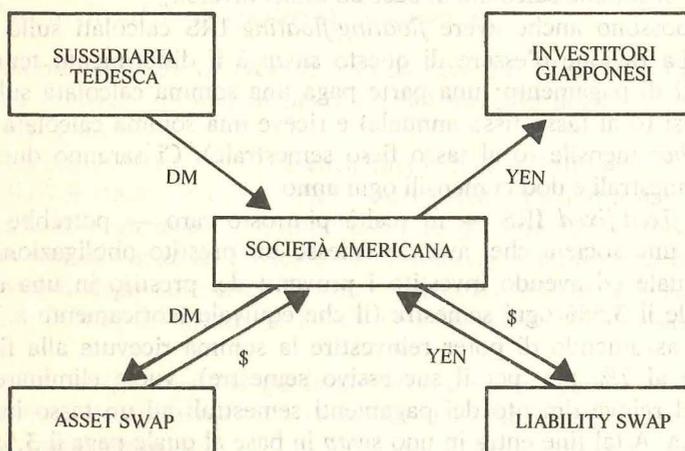
Per completare la casistica vediamo un esempio combinato di *asset* e *liability swaps*.

Una società americana ben conosciuta in Giappone per i suoi prodotti emette un prestito obbligazionario quinquennale in yen al fine di sfruttare la buona domanda dei suoi titoli. Nel contempo finanzia in marchi per cinque anni una sua sussidiaria in Germania.

La società americana attraverso un *liability swap* converte di fatto il debito in yen in un debito in dollari ed attraverso un *asset swap* converte di fatto in dollari il prestito in marchi. Vediamo i movimenti di capitali (a scadenza saranno uguali in direzione opposta):



Vediamo i flussi degli interessi:



Risulta evidente che la società americana, pur mostrando apparentemente un rischio di cambio dovuto al fatto che sta finanziando una attività in marchi con un debito in yen, è completamente al sicuro da ogni variazione dei cambi.

5. Classificazioni.

Gli IRS vengono classificati in a) *fixed-floating* (fisso-variabile) *interest rate swap*, b) in *floating-floating* (variabile-variabile) *interest rate swap*, c) *fixed-fixed* (fisso-fisso) *interest rate swap* e d) — quale particolare sottospecie degli *swaps sub A e C* — in *zero coupon interest rate swap*.

Il primo è il più comune e consiste nello scambio tra una serie di somme determinate con riferimento ad un capitale ed una serie di somme il cui ammontare è e sarà determinato in funzione di un parametro variabile nel tempo. Ad esempio una parte paga il 10% su dieci miliardi (lire 1 miliardo) il 31 marzo di ogni anno per cinque anni e riceve un ammontare di lire calcolato applicando ai dieci miliardi il tasso quotato per depositi a sei mesi della eurolira. Questo pagamento avviene il 31 marzo ed il 30 settembre di ogni anno per cinque anni.

Le basi di riferimento del tasso variabile possono essere le più varie. Esistono *swaps* nei quali il tasso variabile è determinato in funzione del costo medio delle *commercial papers* americane, altri sono legati al *prime rate* oppure ad altri indici.

Il *floating-floating* IRS, detto anche *basis swap*, comporta lo scambio di somme calcolate in base ad indici diversi.

Si possono anche avere *floating-floating* IRS calcolati sullo stesso indice. La ragione d'essere di questo *swap* è il differimento temporale dei flussi di pagamento: una parte paga una somma calcolata sul *Libor* a sei mesi (o al tasso fisso annuale) e riceve una somma calcolata in base al *Libor* mensile (o al tasso fisso semestrale). Ci saranno due pagamenti semestrali e dodici mensili ogni anno.

Un *fixed-fixed* IRS — in realtà piuttosto raro — potrebbe essere utile ad una società che, avendo emesso un prestito obbligazionario al 7% annuale ed avendo investito i proventi del prestito in una attività che rende il 3,5% ogni semestre (il che equivale teoricamente a 7,12% annuale assumendo di poter reinvestire la somma ricevuta alla fine del semestre al 7% p.a. per il successivo semestre), vuole eliminare il rischio del reinvestimento dei pagamenti 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% ogni anno assicurandosi il margine di profitto che altrimenti sarebbe stato incerto.

Nello *zero coupon* IRS una parte effettua un solo pagamento alla scadenza del contratto e riceve una serie di pagamenti periodici, calcolati sulla base di un indice variabile fisso.

Gli IRCS possono essere classificati come gli IRS (*fixed-floating*, *floating-floating*, *fixed-fixed* e *zero coupon*), ma i *fixed-fixed* IRCS sono — a differenza dei *fixed-fixed* IRS — assai comuni: una parte paga \$

1 milione (essendo 10% il tasso di interesse a tre anni per i dollari su un capitale nominale di \$ 10 milioni) il 30 giugno di ogni anno per tre anni consecutivi e riceve DM 1,2 milioni (essendo 8% il tasso di interesse a tre anni per i marchi su un capitale nominale di DM 15 milioni che equivale al controvalore a pronti del capitale nominale in dollari) alle stesse date per tre anni.

È bene ora porre in risalto la principale caratteristica che distingue gli IRS dagli IRCS.

I primi sono sempre denominati in una sola divisa e le parti si obbligano ad effettuare pagamenti calcolati come se fossero interessi su un capitale nominale che serve, in realtà, solo come parametro di riferimento.

Gli IRCS, invece, presuppongono sempre due divise diverse e le parti si scambiano effettivamente le somme sulla base delle quali verranno calcolati gli ammontari dovuti come se fossero interessi. In sostanza si hanno sempre due capitali nominali il cui valore è quasi equivalente. Queste somme vengono di nuovo scambiate alla scadenza dello *swap*. Si noti che non è necessario che i due ammontari siano l'uno l'esatto controvalore dell'altro, calcolato ad un cambio di mercato.

6. *L'International Swap Dealers Association Inc.*

L'International Swap Dealers Association Inc. (ISDA) è l'associazione che riunisce i principali operatori nel mercato degli *swaps* ed ha sede a New York.

Conta oltre 140 soci, tutti essenzialmente banche internazionali.

L'ISDA è stata creata nel 1985 con lo scopo di uniformare la documentazione degli *swaps*, di rappresentare gli associati nei confronti delle autorità di vigilanza e fiscali, di promuovere l'uniformità delle regole contabili degli *swaps*, di fornire i dati statistici sul mercato degli *swaps* ed, infine, di informare i soci delle problematiche relative agli *swaps*.

L'ISDA svolge un ruolo guida nel settore ed ha fornito, in particolare, un aiuto determinante alla soluzione dei numerosi problemi legali relativi ai primi *swaps*.

Sin dal 1983, infatti, si sentì l'esigenza di uniformare i contratti di *swap*, al fine di ridurre i tempi di negoziazione della documentazione e delle relative spese legali, di semplificare la contrattualistica e di ridurre, conseguentemente, il contenzioso.

Nell'autunno del 1985 venne pubblicato il *Code of standard wording, assumptions and provisions for swaps* (Code) al quale seguì nel 1986 una nuova edizione più ampia e completa.

Il Code regola gli IRS denominati in dollari americani.

Attraverso un lungo ed esemplare sforzo da parte di tutti i partecipanti al mercato degli *swaps* e con l'ausilio delle autorità interessate nel 1987 vennero alla luce i contratti standard per gli IRS e gli IRCS.

L'*Interest rate swap agreement* è relativo agli IRS denominati in dollari americani e va utilizzato congiuntamente al *Code*.

L'*Interest rate and currency exchange agreement* è relativo agli IRS denominati in altre divise e agli IRCS. Sempre nel 1987 vennero pubblicate le *Interest rate and currency exchange definitions (Definitions)* che sono correlate a quest'ultimo *agreement*.

L'ISDA ha anche creato una guida (*User's Guide to standard form agreements*) per l'utilizzo dei contratti uniformi.

L'ISDA sta concentrando ora i propri sforzi su contratti diversi dagli *swaps* quali le *interest rate options (caps, floors, collars, corridors, ecc.)*, le *swaptions* e le *currency options* con lo scopo di regolare questi contratti con una serie di *addenda* all'*Interest rate and currency exchange agreement*.

7. Descrizione del mercato.

Il mercato degli *swaps* è probabilmente il più vasto mercato mondiale per quanto riguarda la distribuzione geografica, le divise utilizzate, la tipologia di utilizzatori.

A differenza di molti strumenti finanziari, gli *swaps* non hanno un mercato collocato in una delle principali piazze finanziarie. Essi sono presenti capillarmente in tutti i mercati internazionali e nazionali.

Numerosissimi sono i *market makers*, cioè coloro che gestiscono posizioni aperte sugli *swaps* non fronteggiate da operazioni di segno opposto.

Recentemente anche la lira è entrata a far parte delle divise per le quali esistono possibilità di creare *swaps*. I principali attori in questo settore sono la Banca Commerciale Italiana, l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, Merrill Lynch, Citibank, Morgan Stanley e J.P. Morgan.

Le possibilità di sviluppo sono ancora immense e non trovano limiti di sorta, in quanto la tecnica degli *swaps* è applicabile a tutte le divise e ad una vasta gamma di scadenze ed è utilizzabile per soddisfare le esigenze di ogni tipo di operatore economico. Società industriali e commerciali, banche e società finanziarie, enti pubblici, Repubbliche e Regni sono tutti utilizzatori di *swaps*.

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

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

Se si considera che il primo *swap* fu fatto nel 1981 tra la Banca Mondiale e la IBM e che alla fine del 1988 risultavano in essere *swaps* per 1.317 miliardi di dollari (in base ad una ricerca effettuata su 58 banche dalla ISDA) emerge chiaramente la dimensione del fenomeno.

Il volume degli *swaps* realizzati nella prima metà del 1989 è stato di \$ 467 miliardi con una crescita del 50% rispetto allo stesso periodo del 1988. Gli IRS sono stati \$ 389 miliardi e gli IRCS \$ 78 miliardi con una crescita rispettivamente del 55% e 29%. Il numero di *swaps* conclusi è stato di oltre 21.100.

Poiché in tutto il 1988 il volume degli *swaps* conclusi è stato di \$ 690 miliardi risulta evidente il ritmo di crescita di questo settore.

Gli *swaps* risultano utilizzati almeno in tredici diverse divise.

Gli utilizzatori finali di IRS al 31 dicembre 1988 erano così suddivisi (fonte ISDA):

— banche e società finanziarie	65%
— società industriali e commerciali	25%
— <i>sovereign</i>	9%
— altri	1%

Gli utilizzatori di IRCS alla stessa data erano i seguenti:

— banche e società finanziarie	45%
— società industriali e commerciali	31%
— <i>sovereign</i>	23%
— altri	1%

Nelle pagine che seguono riportiamo una analisi dettagliata degli IRS e degli IRCS per divise e numero di *swaps* al 31 dicembre 1987 e 1988.

INTEREST RATE AND CURRENCY SWAPS

Divisa	N° swaps	1987		1988		
		ammontare (milioni)	Usd. equiv.	N° swaps	ammontare (milioni)	Usd. equiv.
USD	6031	162606	\$ 162,606	9074	269477	\$ 269,477
AUD	763	24822	\$ 20,438	1581	42539	\$ 32,637
BEL	65	60917	\$ 1,330	107	83732	\$ 1,867
CAD	481	18236	\$ 13,881	938	36828	\$ 29,259
DEM	729	44204	\$ 21,377	1020	64179	\$ 33,979
NLG	114	9176	\$ 3,987	161	12198	\$ 6,164
ECU	726	19341	\$ 18,718	793	23736	\$ 24,497
FFR	135	33420	\$ 4,827	184	33154	\$ 5,178
HKD	13	1319	\$ 197	22	3031	\$ 390
NZD	388	14289	\$ 8,074	314	12592	\$ 7,473
GBP	352	7106	\$ 10,506	548	11192	\$ 17,704
CHF	1258	62937	\$ 39,928	2003	122658	\$ 73,983
JPY	2169	10823518	\$ 59,746	3799	18729768	\$ 131,033
Totale	13224		\$ 365,614	20542		\$ 633,642

(Fonte ISDA)

Nota: Il controvalore in Usd è stato calcolato utilizzando la media dei cambi del relativo periodo.

INTEREST RATE SWAPS

Divisa	1987			1988			cambiamento rispetto anno precedente
	N° swaps	ammontare (milioni)	Usd. equiv.	N° swaps	ammontare (milioni)	Usd. equiv.	
USD	24343	541517	\$ 541,517	29349	728166	\$ 728,166	34.47%
AUD	2060	14793	\$ 10,688	3917	37171	\$ 29,341	151.27%
BEL	13	6200	\$ 185	60	20554	\$ 554	231.52%
CAD	659	8473	\$ 6,494	1003	19305	\$ 15,771	127.84%
DEM	2042	50439	\$ 31,640	4935	99356	\$ 56,466	96.98%
NLG	52	1950	\$ 1,086	201	4134	\$ 2,086	112.00%
ECU	166	2488	\$ 3,221	426	7800	\$ 9,197	213.50%
FFR	1015	60448	\$ 11,195	1996	112596	\$ 18,871	86.27%
HKD	150	10384	\$ 1,336	330	18320	\$ 2,348	76.43%
NZD	31	442	\$ 292	52	3133	\$ 2,042	608.82%
GBP	1776	15945	\$ 29,706	3376	29357	\$ 52,265	84.11%
CHF	345	6482	\$ 5,031	1057	21365	\$ 14,610	229.61%
JPY	1475	4995414	\$ 40,498	2860	10052213	\$ 78,488	101.23%
Totale	34127		\$ 682,888	49560		\$ 1,010,203	

(Fonte ISDA)

Nota: Il controvalore in Usd è stato calcolato utilizzando la media dei cambi del relativo periodo.

8. Tipologie di rischi.

Le parti di uno *swap* sono esposte a rischi di diversa natura.

Possiamo citare, utilizzando la terminologia in uso nei mercati finanziari esteri, i seguenti: il *credit risk*, che comporta il *currency risk* e l'*interest rate risk*, il *sovereign risk*, il *market risk*, il *mismatch risk*, il *basis risk*, il *delivery risk*, l'*illegality risk*.

Il *credit risk* (rischio creditizio) è il rischio di inadempimento delle obbligazioni nascenti dallo *swap* a causa dell'insolvenza di una parte. L'entità della perdita è di natura diversa rispetto alle perdite realizzabili con operazioni tradizionali quali i prestiti, le garanzie ecc.

Le parti non sono esposte al rischio di perdere l'ammontare nominale dello *swap*, in quanto negli IRS non c'è scambio di capitali e negli IRCS, pur essendoci tale scambio, la parte adempiente potrà beneficiare della eccezione di inadempimento e non restituire, quindi, la somma originariamente ricevuta.

In questi casi la perdita è determinata dal costo di sostituzione della parte inadempiente.

Negli IRS la perdita è una funzione della variazione dei tassi di interesse rispetto alla obbligazione inadempita: se il tasso di interesse al momento dell'inadempimento è diminuito rispetto a quello della obbligazione inadempita, la perdita è determinata dalla differenza tra il tasso inizialmente concordato e quello di mercato per il periodo di tempo che va dall'inadempimento alla scadenza pattizia dello *swap*.

Un esempio può chiarire quanto sopra: Alfa, che aveva concluso tre anni prima uno *swap* con Beta della durata di dieci anni in base al quale pagava il 12% e riceveva il tasso interbancario per depositi a sei mesi, fallisce e al momento del fallimento il tasso fisso a sette anni è 10%.

Se Beta sostituisce lo *swap* di cui sopra con uno nuovo in base al quale continua a pagare il tasso interbancario per depositi a sei mesi, riceverà, dalla nuova controparte, soltanto il 10% realizzando una perdita del 2% all'anno per i successivi sette anni.

Se, al contrario, Alfa avesse pagato il tasso variabile e Beta il tasso fisso del 12% e al momento del fallimento il tasso fisso a sette anni fosse stato del 15%, la perdita sarebbe stata pari al 3% per anno, in quanto Beta avrebbe pagato alla nuova contropartita un tasso al di sotto del mercato del 3% e questa in cambio avrebbe pagato il tasso variabile con un margine negativo corrispondente.

Negli IRCS, oltre all'*interest rate risk* ora esaminato, la parte adempiente è anche esposta al maggior rischio dovuto alla variabilità dei cambi, il *currency risk*.

La perdita è una funzione della variazione dei tassi di cambio tra le divise dello *swap*.

Se l'ammontare, inizialmente consegnato alla parte divenuta inadempiente, vale al momento dell'inadempimento di più dell'ammontare di quanto ricevuto, la perdita è determinata da tale differenza. Se, ad esempio, Alfa, che aveva concluso uno *swap* in base al quale pagava il 7% su \$ 1 milione e riceveva il 5% su DM 1,7 milioni, fallisce e al momento del fallimento con DM 1,7 milioni Beta può comprare soltanto \$ 800.000, la perdita di Beta — oltre alla eventuale perdita sugli interessi dovuta alla variazione dei tassi — è di \$ 200.000, in quanto contraendo un nuovo *swap* il controvalore in \$ di DM 1,7 milioni sarebbe \$ 800.000.

Il *sovereign risk*, o rischio sovrano, riflette la situazione finanziaria del paese in cui si trova la controparte e la stabilità della moneta da questa dovuta in relazione alle esistenti o potenziali norme valutarie. Il rischio si può concretare in un blocco valutario oppure in una sospensione unilaterale dei pagamenti da parte di un paese che si trova particolarmente indebitato.

Il rischio sovrano dipende dalla stabilità politica del paese, dalla sua *performance* economica e dalla sua storia ed in particolare dalla sua puntualità nell'adempimento delle obbligazioni finanziarie internazionali.

Il *market risk* (rischio di mercato) riflette la relazione tra liquidità e scadenza. In altre parole più è lunga la durata dello *swap*, minore è la liquidità e maggiore è la difficoltà a coprire la posizione in caso di insolvenza della controparte. Inoltre, maggiore è la durata dello *swap* maggiore è l'incertezza sui futuri livelli dei tassi di interesse di rischio.

Il *mismatch risk* riflette la difficoltà di creare coperture esatte in termini di ammontare e di tempi di esecuzione.

Il *basis risk* sorge quando vi è diversità tra l'indice variabile dello *swap* e quello della attività o passività ad esso legata. Ad esempio: una società, che deve pagare gli interessi di un prestito calcolati con riferimento al *Libor* semestrale, ha concluso uno *swap* in base al quale riceve il tasso interbancario domestico semestrale e paga il tasso fisso. Il rischio consiste nel fatto che i due indici (il *Libor* ed il tasso domestico) si possono muovere in modo diverso.

Il *delivery risk* (rischio di consegna) è presente in ogni IRCS in quanto lo scambio delle due divise avviene in due piazze diverse e spesso in tempi diversi a causa dei fusi orari.

9. Aspetti legali.

Lo *swap* è un contratto in forza del quale due parti si obbligano reciprocamente ad eseguire dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi.

È un contratto atipico, non regolato cioè dal legislatore, che ha per oggetto le prestazioni di pagamento delle parti. L'interesse perseguito dai contraenti è di proteggersi contro le variazioni dei tassi di interesse o di trarre vantaggio da una ipotizzata variazione degli stessi, attraverso lo scambio dei flussi di pagamento determinati o determinabili in base a fattori di diversa variabilità.

È un contratto consensuale, sorge cioè nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza della altrui accettazione. Normalmente le parti negoziano i termini del contratto al telefono nel corso di una o più conversazioni. La chiusura stessa dello *swap* avviene al telefono, immediatamente confermata da un telex o da un facsimile che contiene tutti gli estremi dell'operazione.

La formalizzazione attraverso la firma di un documento avviene nei giorni o, più spesso, mesi successivi. La forma scritta non è richiesta né *ad substantiam* né *ad probationem*. La prova della conclusione può essere data in qualsiasi forma.

È un contratto ad effetti obbligatori in quanto le parti si impegnano ad eseguire pagamenti futuri. Questo vale anche per gli IRCS che presuppongono lo scambio degli importi nominali nelle diverse divise. Lo scambio, infatti, avviene sempre in un momento successivo — normalmente due o più giorni lavorativi — alla conclusione del contratto. Le parti acquistano la proprietà delle somme di denaro solo al momento della ricezione.

È un contratto sinallagmatico o a prestazioni corrispettive poiché sorgono contemporaneamente per l'una e per l'altra parte obblighi e diritti a prestazioni reciproche legate da un rapporto di interdipendenza.

È un contratto commutativo — e non aleatorio — in quanto il valore economico delle reciproche prestazioni è equivalente al momento della conclusione del contratto. Chiaramente non manca un fattore di incertezza economica e l'utile finale di entrambi i contraenti dipenderà da circostanze future, ma ogni parte sa al momento della conclusione quale sarà il sacrificio cui si impegna a sottostare e quali diritti ne verranno in corrispettivo.

Le parti sono libere di determinare le norme che regolano il rapporto.

Come tutti i contratti, anche gli *swaps* sono sottoposti alle norme generali contenute nel Titolo II del Libro IV del codice civile. Si potrà fare ricorso per via analogica anche alle norme sui singoli contratti regolati dalla legge.

Normalmente le parti determinano dettagliatamente le norme regolatrici del rapporto attraverso la stipulazione di un contratto normativo, solitamente redatto in lingua inglese, creato dall'ISDA (cf. par.

6) denominato *Interest rate and currency exchange agreement (master agreement)*.

Esula dai limiti dell'indagine che qui ci proponiamo l'esame approfondito di questo contratto. Ci limitiamo, pertanto, a segnalarne la struttura e le principali caratteristiche.

La conclusione di un *master agreement* non presuppone la conclusione di uno *swap*. La funzione del contratto è di regolare futuri comportamenti e contenuti negoziali senza però obbligare le parti alla successiva stipulazione di *swaps*.

Il contratto contiene quattordici articoli che regolano:

- l'interpretazione dello stesso (art. 1);
- l'esecuzione dei pagamenti, la compensazione, gli interessi di mora, la detrazione di imposte (art. 2);
- attestazioni di varia natura (art. 3);
- patti accessori (art. 4);
- i casi di inadempienza ed i casi di risoluzione del contratto (art. 5);
- la risoluzione anticipata (art. 6);
- il trasferimento del contratto (art. 7);
- la divisa contrattuale (art. 8);
- disposizioni varie (art. 9);
- i contraenti multifiliale (art. 10);
- i costi (art. 11);
- le comunicazioni (art. 12);
- la legge regolatrice ed il foro competente (art. 13);
- le definizioni dei termini usati nel contratto (art. 14).

Al *master agreement* è allegato, come parte integrante dello stesso, uno *schedule* (appendice) diviso in cinque parti. La prima è relativa alla applicazione di alcune clausole o alla specificazione di alcune definizioni contrattuali; la seconda contiene le attestazioni in materia fiscale; la terza contiene la lista dei documenti che le parti devono consegnarsi reciprocamente (documenti costitutivi, certificati fiscali, garanzie ecc.); la quarta contiene disposizioni varie quali gli indirizzi delle parti, l'elezione del domicilio, la scelta della legge applicabile ecc.; l'ultima è normalmente in bianco disponibile per altre clausole che le parti vogliono aggiungere.

L'intento pratico perseguito dall'ISDA nella adozione di questa struttura documentale è quello di includere nella appendice tutti gli elementi variabili del contratto. L'appendice, inoltre, è redatta in modo che le parti si debbano limitare solo a riempire gli spazi bianchi.

Ogni singolo *swap* concluso viene documentato con la *confirmation* e cioè con un documento contenente soltanto i termini e le condizioni della transazione quali l'ammontare, la scadenza, le divise, il tas-

so di interesse che ciascuna parte deve pagare, la definizione di giorno lavorativo, gli estremi dei conti bancari presso i quali effettuare il pagamento, ecc.

La *confirmation* di per sé non è altro che un elenco di elementi contrattuali, la cui definizione è contenuta in un documento a parte, intitolato *1987 Interest rate and currency exchange definitions (Definitions)*, redatto dall'ISDA.

Le *Definitions* sono l'insieme di descrizioni degli aspetti tecnici.

La *confirmation* può essere in forma di lettera che una parte invia all'altra e che viene controfirmata dal destinatario per accettazione, oppure in forma di accordo firmato da entrambe le parti.

La *confirmation* è collegata al *master agreement* attraverso il riferimento che ne richiama il contenuto come parte integrante del contratto.

In definitiva uno *swap* è regolato da almeno tre documenti: *a)* la *confirmation* che contiene i termini e le condizioni della operazione; *b)* le *Definitions* che contengono le definizioni dei termini tecnici; *c)* un *master agreement* che regola gli effetti del contratto ed il rapporto tra le parti.

L'ISDA ha anche pubblicato una guida per la lettura e per l'uso dei contratti standard. A parte i vantaggi pratici che offre, questo documento assume rilevanza giuridica in sede interpretativa. In caso di dubbio su una o più norme o sulla loro applicazione, riteniamo che si debba ricorrere innanzitutto alla guida in quanto le parti, adottando la contrattualistica redatta dall'ISDA, ne hanno accettato il procedimento formativo.

La possibilità di scegliere la legge da applicare agli *swaps* regolati dai contratti ISDA consente di applicare anche quella italiana. A tal fine sarebbe utile che venisse promossa la traduzione italiana della contrattualistica ISDA da parte degli operatori o delle loro associazioni di categoria.

In Gran Bretagna la British Bankers Association (BBA) ha creato una documentazione uniforme — sostanzialmente in linea con l'ISDA — per gli *swaps* conclusi tra soggetti inglesi con l'ulteriore semplificazione che consente alle parti di firmare soltanto la *confirmation* che incorpora le citate norme.

È auspicabile, inoltre, che venga divulgato l'uso della contrattualistica ISDA al fine di rendere uniforme la documentazione: ne conseguirebbero un risparmio di tempo nella negoziazione delle norme contrattuali ed una minore conflittualità.

La quasi totalità degli *swaps* conclusa nel mondo è regolata dai contratti standard dell'ISDA e la legge applicata è prevalentemente quella inglese o quella dello Stato di New York.

La scelta della legge comporta automaticamente (art. 13, *b* del *master agreement*) la scelta della giurisdizione a cui le parti si sottomettono.

Se la legge applicabile è quella inglese, le corti inglesi avranno giurisdizione, se è quella newyorkese saranno le corti dello Stato di New York ad avere giurisdizione.

La scelta, comunque, non preclude la possibilità di adire la magistratura di altri paesi.

Dato che questa documentazione è stata creata nei due principali centri finanziari occidentali (Londra e New York) e dato che le corti inglesi ed americane hanno creato giurisprudenza in merito, è normale pratica di mercato scegliere uno di questi sistemi legislativi non solo quando una delle parti è inglese o newyorkese, ma anche quando le parti si trovano in paesi diversi. È comune, ad esempio, che una banca italiana e francese scelgano la legge inglese per regolare gli *swaps* conclusi tra loro.

10. *Aspetti fiscali.*

Il flusso netto di pagamenti che deriva da un IRS può essere negativo o positivo.

L'ammontare delle somme ricevute — calcolate sull'ammontare di riferimento in base ad un tasso fisso o variabile — può essere superiore o inferiore a quello pagato alla controparte.

A parte il raro caso in cui i due ammontari siano uguali, in ogni IRS c'è sempre una parte che guadagna e una che perde.

Al fine di individuare il trattamento fiscale delle somme pagate negli *swaps* è necessario indagare sulla loro natura giuridica ed in particolare se possono essere considerati interessi.

Dal punto di vista giuridico gli interessi sono il frutto del capitale (art. 820 c.c.) e maturano quali corrispettivo del godimento del denaro altrui. In termini economici gli interessi sono la ricompensa per la perdita della liquidità per un periodo determinato o, in altri termini, sono l'inverso del rapporto tra una somma di denaro e ciò che può ottenersi per l'abbandono della disponibilità della moneta stessa in cambio di un credito per un determinato periodo di tempo.

Negli IRS manca uno scambio di capitali e, pertanto, il provento netto che una delle parti realizza non può essere definito come interesse.

Tale provento non può essere assimilato alle diverse fattispecie costituenti la categoria dei redditi di capitale di cui all'art. 41, D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, in quanto tutte — compreso la residuale lettera I del citato articolo — presuppongono l'impiego del capitale.

Non può nemmeno rientrare nella categoria residuale dei redditi diversi per mancanza dei presupposti.

Se il provento *de quo* è conseguito nell'esercizio di una impresa commerciale costituisce uno degli elementi attivi del conto dei profitti e delle perdite e come tale diviene una componente della determinazione del reddito di impresa. Se il risultato netto dello *swap* è negativo questo costituisce un elemento di costo deducibile. Più correttamente i pagamenti eseguiti e ricevuti in base ad uno *swap* sono componenti attivi e passivi del conto dei profitti e delle perdite dell'imprenditore.

I proventi degli *swaps* hanno, dunque, natura di reddito di impresa e, pertanto, nelle operazioni con non residenti la ritenuta alla fonte prevista per i redditi di capitale pagati all'estero (art. 26, D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600) non viene applicata.

Se quanto sopra è corretto, ne consegue che il provento percepito da una persona fisica o giuridica che non esercita una impresa commerciale non è soggetto ad imposta, non rientrando in nessuna delle altre categorie di redditi concorrenti alla formazione della base imponibile.

Ad esempio un soggetto non imprenditore compra al prezzo di lire 70 milioni un titolo sul mercato secondario, emesso alla pari quando i tassi di interesse erano molto bassi, del valore nominale di lire 100 milioni con scadenza di cinque anni e con un tasso di interesse del 6%.

L'investitore conclude un IRS in base al quale paga ogni anno una somma calcolata sull'ammontare di lire 100 milioni al tasso del 6%.

Nel contempo egli riceve dei pagamenti (il cui ammontare è determinato moltiplicando il capitale di riferimento per il tasso di interessi variabile) di importo superiore a quanto dovuto alla controparte e realizza (assumendo che il tasso di interessi variabile non scenda al di sotto del tasso fisso) così un profitto non tassabile.

Nell'ultimo anno il bilancio dello *swap* è in perdita dovendo pagare alla controparte lire 30 milioni.

In altre parole l'investitore è riuscito, attraverso uno *swap*, ad anticipare quel profitto di lire 30 milioni pari alla differenza tra il prezzo di acquisto ed il valore a scadenza che avrebbe realizzato alla scadenza del titolo.

La differenza tra prezzo di acquisto e valore nominale non è imponibile in quanto mancano i presupposti per la qualificazione tra i redditi di capitale. Sono componenti del reddito, invece, quelle differenze tra la somma originariamente data in deposito o prestito e quelle percepite alla scadenza. La qualificazione di queste differenze tra i redditi di capitale — recita la Relazione ministeriale all'art. 41 citato — trae fondamento razionale dalla considerazione che esse sono direttamente ed automaticamente inerenti al contratto o al titolo e alla relativa vicenda

giuridica tipica, senza l'intervento di altri fattori o di vicende giuridiche incidentali. Carattere di obiettiva e tipica incertezza che non è invece ravvisabile quando una somma superiore a quella investita viene percepita, anziché alla scadenza e presso l'originario debitore o emittente, per effetto di negoziazione (cessione del contratto, del credito o del titolo). In questo caso il maggior importo percepito può coincidere o non coincidere con quella « differenza » (o con la parte di essa proporzionale al tempo trascorso), comprenderla o non comprenderla in tutto o in parte, e ciò appunto perché a determinarla concorrono altri fattori relativi alle cause, modalità e circostanze della negoziazione, alle condizioni soggettive dei contraenti, alle condizioni del mercato e via dicendo.

Il fatto che i proventi di un IRS non siano qualificabili come « interessi » ha una estrema importanza ed è uno dei fattori che ha consentito la diffusione mondiale degli *swaps*. Il mercato degli IRS, infatti, non ha confini geografici ed i pagamenti vengono effettuati « lordi » tra soggetti normalmente residenti in paesi diversi. Se tali proventi fossero considerati interessi sarebbero assoggettati al ginepraio delle ritenute alla fonte esistenti nei diversi paesi e dei trattati contro le doppie imposizioni. Le autorità fiscali dei principali paesi industrializzati — l'Italia non ancora — hanno chiaramente preso posizione in favore della non tassabilità dei proventi degli IRS se percepiti da soggetti non residenti.

Anche i proventi e le perdite degli IRCS concorrono alla formazione del reddito di impresa e non sono considerati redditi di capitale.

In passato, però, sono emersi diversi dubbi sulla natura dei pagamenti eseguiti negli IRCS in quanto — essendoci uno scambio di capitali iniziale e finale — non si poteva escludere a priori che non fossero interessi.

Si poteva sostenere anzi che l'operazione di IRCS consistesse in un deposito e in un prestito per i quali venivano corrisposti interessi.

Solo nel 1988 le autorità fiscali americane con il *Technical and miscellaneous revenue Act* hanno ufficialmente dichiarato che non sono interessi, eliminando le incertezze sul trattamento fiscale degli IRCS.

Se, infatti, lo scambio di capitali iniziale e finale è visto come un contratto di cambio « pronti contro termine », (si ricordi che gli IRCS derivano da una serie di contratti di cambio) i pagamenti non possono essere assimilati agli interessi. In realtà non si tratta di interessi in quanto l'IRCS è un contratto atipico e non un contratto misto che incorpora elementi del deposito e del mutuo. La natura e la struttura del contratto non implicano l'impiego del capitale da cui deriva un reddito in misura definita.

11. *Aspetti valutari.*

Grazie alla recente liberalizzazione valutaria non sussistono impedimenti alla conclusione di un IRS o di un IRCS tra un residente ed un non residente.

12. *Aspetti regolamentari.*

L'individuazione di un livello standard di capitale che ogni banca deve detenere a fronte dei rischi connessi alla sua attività è stato l'obiettivo delle autorità di vigilanza dei principali paesi e di diverse istituzioni internazionali negli ultimi anni.

A tal fine gli impieghi effettuati da ogni organismo creditizio non vengono considerati allo stesso modo con riferimento al capitale a fronte, ma sono differenziati qualitativamente attraverso un'operazione di « ponderazione » in funzione della loro rischiosità. Ogni attività in bilancio viene moltiplicata per un coefficiente di rischiosità che va da 0 a 200% a seconda della fonte regolamentare. Il risultato consiste nel valore attribuito ad ogni attività ai fini del calcolo del capitale minimo necessario a fronteggiarla.

In questa ottica il Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR) con la delibera datata 23 dicembre 1986 ha statuito i principi fondamentali riguardo l'introduzione di coefficienti patrimoniali minimi obbligatori di carattere generale cui correlare la concessione dei fidi, tenendo conto delle varie tipologie di rischio ed ha delegato alla Banca d'Italia il compito di definire la normativa di applicazione.

Quest'ultima con la circolare del 4 aprile 1987 ha introdotto *a)* i coefficienti di rischiosità correlati a ciascun tipo di operazione e per ogni tipo di controparte e *b)* un coefficiente patrimoniale minimo obbligatorio collegato al rischio aziendale delle attività ponderate in base ai coefficienti di rischiosità.

Nello stesso periodo le autorità centrali di vigilanza del Gruppo dei Dieci hanno incaricato il Comitato sui Regolamenti bancari e sulle pratiche di controllo, operante sotto l'egida della Banca dei Regolamenti Internazionali, di redigere una proposta di armonizzazione delle regole patrimoniali che le istituzioni bancarie devono osservare nello svolgimento della loro attività. In data 10 dicembre 1987 è stato prodotto il documento consultivo comunemente conosciuto come gli « Accordi di Basilea ». Il 15 luglio 1988 il Comitato ha pubblicato un documento di revisione *International convergence of capital measurement and capital standards* contenente i risultati delle riflessioni e dei cambiamenti suggeriti e resi necessari dal fatto che la normativa è applicabile a realtà ordinamentali profondamente diverse. Il testo così ot-

tenuto costituisce l'attuale base di riferimento per gli Organi di Vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci.

Ciascuno di questi deve rendere operativi gli Accordi di Basilea nell'ambito del proprio paese e nel far questo gode di un certo margine di discrezionalità.

La prima banca centrale che ha emanato le norme applicative è stata la Banca di Inghilterra nell'ottobre 1988. Essendo stato il primo in questo senso e tenendo conto dell'autorità culturale della Banca centrale inglese, questo intervento avrà sicuramente notevole influenza sulle posizioni delle altre banche centrali.

La necessità di porre delle regole comuni su questo importante punto è stata sentita anche a livello comunitario. In quest'ottica, infatti, il Consiglio della CEE ha emanato il 17 aprile 1989 la direttiva n. 299 CEE sui fondi propri ai fini del calcolo del patrimonio; una seconda direttiva, volta a regolare i coefficienti di solvibilità è stata emanata il 19 dicembre 1989 (n. 647).

La Banca di Italia con la citata circolare ha creato un modulo (134 Vig.) per la segnalazione del coefficiente patrimoniale relativo al rischio aziendale ed ha stabilito che le operazioni di *swap* — le quali, come noto, non figurano nel bilancio tra le attività e le passività della banca, bensì tra i conti d'ordine e precisamente nella voce « altri impegni e rischi » — hanno un coefficiente di ponderazione dello 0,125% nel caso in cui la controparte sia una banca (punto 13 del modulo 134 Vig.), dello 0,25% nel caso in cui la controparte sia un ente del settore pubblico (punto 14), dello 0,50% nel caso in cui la controparte sia un soggetto diverso dai precedenti (punto 15).

Il diverso « peso » dato ad operazioni uguali in funzione delle contropartite è dovuto, come detto, alla presunta diversa rischiosità delle stesse. Risulta, pertanto, più conveniente — o, se si preferisce, meno costoso — fare uno *swap* con una banca piuttosto che con una società industriale privata.

Il sistema introdotto — oltre che ad essere abbastanza approssimativo in quanto non distingue tra i diversi tipi di operazioni che rientrano nella voce « altri impegni e rischi » — è penalizzante in quanto comporta una allocazione di capitale decisamente superiore a quello che è il rischio normalmente presente nelle operazioni di *swap*.

Il sistema, infatti, introdotto dagli Accordi di Basilea è senz'altro più sofisticato ed equo per ponderare gli elementi del bilancio che figurano tra i conti d'ordine.

Questi vengono « trasformati » in attività attraverso un fattore di conversione diverso per ogni tipo di operazione.

L'importo nominale viene moltiplicato per un fattore ed il risultato che ne deriva deve essere ponderato in base alla natura della controparte utilizzando il coefficiente di rischiosità stabilito per ogni tipo di controparte. Per esempio, l'emissione da parte di una banca italiana di un credito documentario di lire 1 miliardo per conto di un ente pubblico francese ha un fattore di conversione dello 0,20% e un coefficiente di rischiosità dello 0,20%, per cui il valore dell'impegno ponderato sarà soltanto di lire 40 milioni. Se, invece, il credito fosse stato emesso per conto di una società industriale privata, il valore sarebbe lire 200 milioni in quanto il fattore di conversione è sempre 0,20%, ma il coefficiente di rischiosità è 100%.

La banca dovrà allocare un ammontare di capitale pari all'8% del valore ponderato dell'attività.

Particolare attenzione è stata dedicata al mercato dei cambi e alle voci relative ai tassi di interesse, in quanto le banche non sono esposte al rischio di credito per l'intero ammontare nominale dei loro contratti, ma esclusivamente a quello relativo al costo potenziale per la sostituzione del flusso di cassa in caso di inadempienza della controparte. Nel precedente par. 7 abbiamo analizzato questi rischi, comunemente identificati come il *currency risk* e l'*interest rate risk*.

Per la valutazione di questi rischi marginali vi sono due metodi: il *current exposure method* e l'*original exposure method*.

Il primo valuta il rischio tenendo in considerazione a) il costo corrente di sostituzione valutando i contratti ai prezzi di mercato, riflettendo in tal modo l'esposizione corrente senza procedere ad una stima e vi aggiunge b) un fattore per indicare l'esposizione potenziale futura durante lo svolgersi della restante fase temporale del contratto.

Questo fattore di rischio potenziale è stato quantificato come segue:

Scadenza	Rischio interesse	Rischio cambio
meno di un anno	0	1%
un anno ed oltre	0,5%	5%

Il secondo metodo, invece, non tiene conto del valore di mercato del contratto e del suo costo di sostituzione, ma l'importo di credito equivalente viene calcolato in base alla esposizione potenziale iniziale utilizzando i seguenti fattori di conversione:

Scadenza	Rischio interesse	Rischio cambio
meno di un anno	0,5%	2%
un anno e meno di due anni	1,0%	5%
per ogni anno in più	1,0%	3%

I valori di conversione utilizzati in ambedue i metodi di valutazione sono strettamente collegati alla situazione dei tassi di interesse e del mercato cambiario e, di conseguenza, suscettibili di modificazione ed aggiornamento.

Un paio di esempi aiuterà a capire il meccanismo.

Utilizzando l'*original exposure method* un IRS di \$ 10 milioni a cinque anni ha un fattore di conversione del 4% e cioè \$ 400.000. Se la controparte è una società industriale privata, il coefficiente di rischio-sità è 100% per cui l'IRS equivale ad una attività di \$ 400.000 a fronte della quale dovrà allocarsi la quota di capitale prescritta (8%). Se la controparte è una banca il coefficiente di rischio-sità è 20% per cui l'IRS equivale ad una attività di \$ 80.000 a fronte della quale dovrà allocarsi la quota di capitale prescritta.

Se si trattasse di uno IRCS il fattore di conversione sarebbe 14%.

Al fine di utilizzare il *current exposure method* è necessario valutare il costo di sostituzione dello *swap*. Supponiamo che Alfa abbia concluso due anni fa un IRS di \$ 10 milioni per cinque anni in base al quale paga il 12% p.a. e riceve il tasso variabile ogni sei mesi e che al momento il tasso fisso per tre anni è 10%. Il costo di sostituzione è pari al valore attuale della differenza tra il tasso che Alfa riceveva (12%) ed il tasso corrente (10%) e cioè il 4,97%. A questo va aggiunto l'1,5% (0,5% per anno) per il rischio di variabilità del residuo periodo. Il fattore di conversione è, pertanto, 6,47% (pari a \$ 647.000). A tale ammontare va applicato il coefficiente patrimoniale relativo alla contropartita.

Risulta chiaramente che gli IRCS attraggono nel sistema regolamentare di Basilea un fattore di conversione maggiore in quanto comportano oltre al rischio di variazione dei tassi di interesse il rischio di variazione dei tassi di cambio.

La Direttiva comunitaria n. 647 del 1989 ha introdotto gli stessi due metodi contenuti negli accordi di Basilea.

L'unica sostanziale differenza è la durata del periodo di tempo preso in considerazione ai fini dei calcoli di conversione: per la Direttiva il primo periodo è « un anno o meno », il secondo « più di un anno », mentre per il documento di Basilea è « meno di un anno », « un anno e meno di due anni » e così di seguito. In altre parole un'operazione, ad

esempio, di tre anni esatti viene « pesata » in maniera diversa in base ai due documenti in quanto, secondo la Direttiva, i periodi da calcolare sono tre, mentre per gli Accordi di Basilea sono quattro.

La scelta tra i due metodi è lasciata alla Autorità di vigilanza.

Bibliografia

- BORIS ANTL, *Swap finance*, Londra, 1986, voll. I-II.
- BORIS ANTL, *Euromoney swap finance service update I*, Londra, 1987.
- Banca dei Regolamenti Internazionale, *Recent innovations in international banking*, aprile, 1986.
- International Swap Dealers Association, documentazione e comunicati stampa, varie date, New York.
- SUZANNE GREENBERG-CHRISTOPHER KELLY, *Swaps and caps: clarifying us tax rules*, in *International Financial Law Review*, giugno, 1989.
- R.W. GRAY, W.C.F. KURZ, C.N. STRUPP, *Structuring and documenting Interest Rate Swaps*, in *International Financial Law Review*, ottobre 1982.
- J.A. WATKINS, *Legal issues in currency swaps (Part I)*, in *International Financial Law Review*, giugno 1982.
- J.A. WATKINS, *Legal issues in currency swaps (Part II)*, in *International Financial Law Review*, settembre 1982.
- W.P. ROGERS, D.P. CUNNINGHAM, R.G. PICKEL, *Interest rate and currency swaps and related transactions*, 1990.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALE, *Proposal for international convergence of capital measurement and capital standards*, dicembre 1987.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALE, *International convergence of capital measurement and capital standards*, luglio 1988.