

Documentazione Inserito il 31-7-2007

Documenti correlati

30-7-2007 La Stampa 30-7-07. Scoppia la bolla dei "derivati". Bankitalia avverte gli operatori: dovete spiegare ai clienti i rischi che corrono. Francesco Manacorda
25-7-2007 Milano Finanza (25-7-07) Italease non poteva vendere derivati. Di Andrea Di Biase
19-7-2007 Il Sole 24 Ore 18-7-07 I derivati, questi sconosciuti

Le perizie econometriche sugli *swaps*: come quantificare un disastro (a cura della Vicepresidenza Nazionale di Adusbef)

Da diverso tempo giungono ad ADUSBEF numerosissime lamentele da parte di grosse aziende e da privati che hanno sottoscritto, dietro *calde e pressanti* raccomandazioni degli istituti di credito, *strani* contratti che, a dire delle *fidate banche*, sarebbero serviti ad evitare al cliente il rischio derivante dal mutamento dei tassi del mercato.

Puntualmente le prospettive evidenziate dalle banche sono state deluse, ma nel senso che le *care banche* hanno sempre guadagnato ed i loro clienti si sono vistosamente impoveriti.

In buona sostanza, al fine di evitare che l'aumento dei tassi convenzionali del mutuo, del finanziamento, delle aperture di credito e linee di affidamento varie potesse mettere il cliente in difficoltà, la banca vendeva un tipo di prodotto finanziario, rientrante nella categoria degli *swap*, che aveva il *magico potere* di neutralizzare detto infausto aumento.

L'*alchimia* si sarebbe dovuta realizzare in quanto il lucro dello specifico *swap* avrebbe dovuto ammortizzare la perdita derivante da un eccessivo rialzo del tasso di interesse: si tratterebbe, in definitiva, di una sorta di *scommessa* su un andamento del tasso di mercato differente ed opposto a quello del negozio fondamentale che va a tutelare.

Quindi, ad esempio, se si ha timore che il tasso della linea di credito possa crescere, si scommette con lo *swap* che il tasso diminuisca, in maniera tale che il ricavato della *vincita* della scommessa (*swap*) vada a coprire la perdita del denaro derivante dall'aumento del tasso di mercato gravante sulla linea di credito.

In altre parole, essendo gli italiani dei giocatori di calcio, ipotizziamo che tizio giochi 30 sulla squadra favorita, ma per tutelarsi di perdere tutti i 30 nell'ipotesi di vittoria della squadra antagonista, scommetta anche 20 sulla squadra antagonista: quindi se vince la squadra favorita guadagnerà 30, ma perderà 20, con un utile di 10; viceversa nel caso opposto di perdita della squadra favorita guadagnerà 20, ma perderà 30, limitando la perdita a 10.

Ne deriva che una delle regole fondamentali per chi sottoscrive uno *swap*, che non abbia meri fini speculativi, è quello di non strutturare un prodotto che segua il medesimo andamento del tasso del negozio (mutuo, finanziamento, linea di credito) che dovrebbe coprire: in questo modo, infatti, si sommerebbero gli effetti positivi o negativi, senza alcun effetto di copertura da rischi.

Ritornando all'esempio di prima, avremo l'ipotesi di Tizio che scommette 30 sulla squadra favorita vincente e 20 sulla squadra antagonista perdente: avremo che in caso di vincita della squadra favorita Tizio vince 50, in caso di perdita della stessa squadra, perde 50.

Uno *swap* così strutturato ha solo fini speculativi, ovvero è un *gioco d'azzardo*, ma non tutela l'utente dal rischio di aumento dei tassi.

Il contratto di *swap* che invece interessa l'imprenditore o il privato che contrae un debito con un istituto di credito è quello che gli allevi il peso di un'imprevista variazione del tasso.

La vendita di prodotti derivati alla clientela ha conosciuto una crescita esponenziale dal 2001 in poi, esattamente in concomitanza con l'entrata in vigore della moneta unica europea che avrebbe dovuto portare stabilità nei tassi.

Di per sé il contratto di *swap* non presenta delle anomalie intrinseche, ma è il suo errato utilizzo che ha determinato situazioni limite, nelle quali il valore di tali strumenti ha superato la posizione

debitoria dell'impresa sottoscrittore e per lo più in presenza di livelli di indebitamento molto elevati.

Molte situazioni critiche sono nate dal tentativo di coprire perdite su derivati dovute prevedendo erroneamente scenari macroeconomici (con tassi di interesse in discesa dal 2001 invece che in aumento e un progressivo deprezzamento del dollaro), con altri derivati, che quindi per loro natura non potevano più essere definiti di copertura, ma puramente speculativi.

Volendo fare un esempio estremamente chiarificativo poniamo che Tizio si faccia prestare da Caio la somma di 100 per scommettere sulla finale dei mondiali, e si impegna a corrispondere a Caio un interesse pari a 5.

Dopo qualche giorno si rende conto che non è stata più tanto una buona idea, ma oramai deve restituire a Caio la somma di 100 più un interesse di 5.

A questo punto prende la somma di 100 e propone a Sempronio una scommessa particolare: se Sempronio corrisponde un interesse di 5 a Tizio (interesse che verrebbe utilizzato per pagare il prestito di Caio), Tizio si impegna a corrispondere a Sempronio un interesse di 1 fisso + un ulteriore interesse di 1 per ogni goal segnato.

Quindi, visto che comunque Tizio deve corrispondere un interesse di 5 a Caio, se Tizio prevede che nella finale verranno segnati pochi goal allora si avrà:

Vengono segnati 2 goal:

Sempronio corrisponde a Tizio un interesse di 5;

Tizio corrisponde a Sempronio un interesse di 1 + un interesse di 2, quindi 3

Tizio paga un interesse di 5 a Caio

Dunque Sempronio corrisponde a Caio la differenza di un interesse di 2, che rappresenta la vincita di Tizio, con un costo totale dell'operazione pari a un interesse di 3 al posto di un interesse di 5.

Ma se le previsioni sono sbagliate e:

Vengono segnati 5 goal;

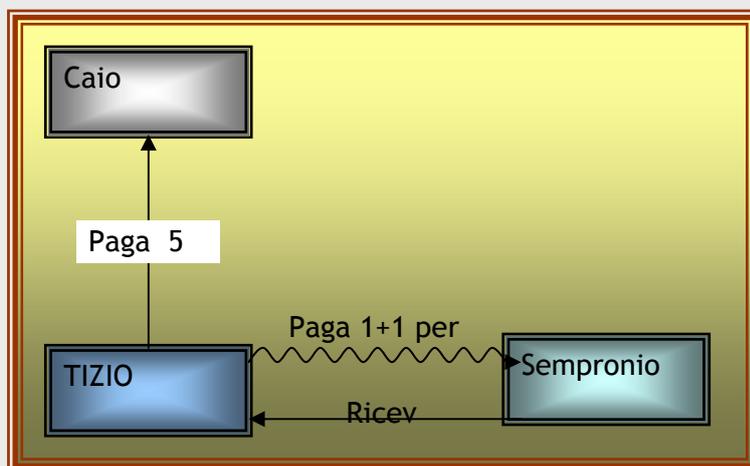
Sempronio corrisponde a Tizio sempre un interesse di 5;

Tizio corrisponde a Sempronio 1+5, quindi un interesse di 6

Tizio paga un interesse di 5 a Caio.

In questo caso Tizio corrisponde la differenza di un interesse di 1 a Sempronio e paga interamente un interesse di 5 a Caio con un costo totale dell'operazione pari a un interesse di 6.

Tizio, avrebbe fatto meglio a non far nulla, infatti l'operazione gli è costata un interesse di 1 in più di quello originariamente pattuito.

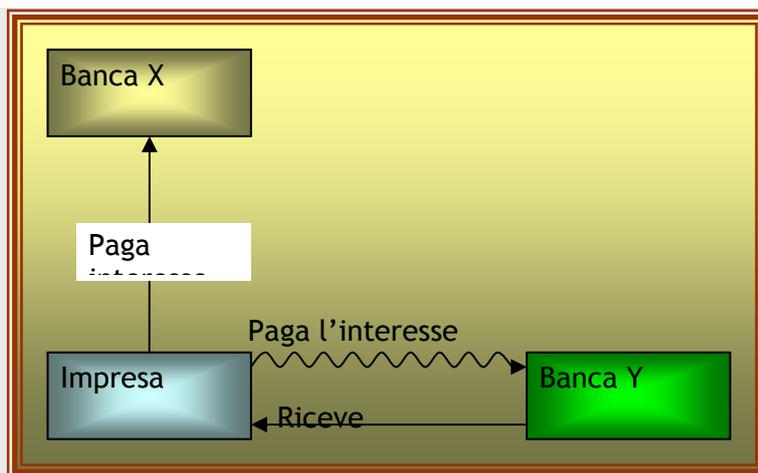


Trasponendo tutto nel sistema bancario avremo che, su un capitale nominale di 100, Tizio prende in prestito dalla banca X la somma di 100 con l'obbligo di corrispondere un tasso pari al 5%.

Tizio al fine alleviare il costo di tale tasso fisso e facendo fede su un favorevole andamento del mercato finanziario (per come figuratogli dalla sua cara banca) stipula un contratto di *swap* con altro istituto di credito Y (o quasi sempre con lo stessa banca X) secondo il quale dietro ad un corrispettivo pari al 5% dell'interesse (necessario a coprire l'originaria obbligazione) Tizio si impegna a corrispondere ad Y un interesse variabile oltre ad uno spread del 2%.

La vincita o la perdita è dunque affidata all'andamento del tasso variabile: se in un anno sarà inferiore al 3% Tizio avrà risparmiato, se sarà superiore al 3% avrà arrecato un danno a se stesso.

La Banca, invece, guadagna sempre, anzi guadagna di più.



Questo naturalmente è solo un esempio semplicistico di un *"Interest Rate Swap"*.
 Come si è detto, l'impresa ha convenienza a stipulare questo tipo di contratto *swap* solo nel caso in cui abbia già stipulato, ad esempio, un mutuo a tasso fisso con la Banca X, e successivamente le mutate congiunture macroeconomiche hanno portato ad un ribasso dei tassi di interesse, facendo divenire l'interesse pattuito con un tasso fisso non più conveniente.

In questo modo, ipoteticamente, con la stipula di un contratto swap l'impresa trasforma, di fatto, un mutuo a tasso fisso in uno a tasso variabile.

La domanda che nasce spontanea è la seguente: perché stipulare contestualmente tutti questi negozi se prevedo che il tasso di interesse avrà andamento discendente? Non sarebbe più facile stipulare direttamente con un solo Istituto di Credito un Mutuo a tasso variabile?

Ed ancora: se ho già stipulato un mutuo a tasso variabile, e siamo sempre in ipotesi di tassi discendenti, perché stipulare un contratto di swap in cui si riceve il tasso fisso e si paga il variabile, dato che l'azienda non intende contrarlo per fini speculativi?

E se i tassi risalgono come faccio a pagare su *"due fronti"*?

Far sottoscrivere contratti fuori dei mercati regolamentati (*over the counter*) ed in particolar modo *swap*, senza aver analizzato quale sia la struttura dell'indebitamento dell'azienda al momento della *"proposta"*, porta al caso estremo che piccole realtà imprenditoriali, già fortemente indebitate, si ritrovino in portafoglio prodotti estremamente rischiosi senza neanche rendersene conto.

Ancora più grave è il comportamento di chi ha fatto sottoscrivere altri *swap* (di diversa natura) a copertura delle perdite maturate in *swap* precedenti: è lo stesso ragionamento del giocatore d'azzardo che per recuperare le perdite raddoppia sempre la posta, salvo poi cadere rovinosamente. Ma, attenzione: il banco, o meglio la banca, vince sempre!

Dunque, oggetto dell'indagine peritale deve essere l'analisi della struttura dei prodotti sottoscritti, l'inerenza degli stessi con le finalità alle quali sono presuntivamente asserviti, prestando particolare attenzione a quella che è la struttura dell'indebitamento al momento della sottoscrizione e le previsioni sull'andamento dei mercati per la durata del contratto.

Esistono diverse forme di *swap* tra cui:

Basis Rate Swap

Un tipo di swap nel quale due parti si scambiano flussi su tassi di interesse negoziati su differenti mercati monetari.

Per esempio: un'azienda presta i soldi agli individui ad un tasso variabile che è legato al tasso interbancario di offerta di Londra (LIBOR) ma prende in prestito i soldi basati sul tasso dei buoni del Tesoro. Questa differenza fra i prestiti ed i tassi di prestito (lo spread) conduce al rischio di tasso d'interesse. Prendendo parte ad un Basis rate swap, dove scambiano il tasso della T-Bill per il tasso LIBOR, eliminano questo rischio di tasso d'interesse.

Bond Swap

Una strategia nella quale un investitore vende un bond e allo stesso tempo acquista un differente bond con il ricavato della vendita.

Ci sono parecchie ragioni per le quali la gente usa uno bond swap: per cercare i benefici di imposta, cambiare gli obiettivi di investimento, per aggiornare qualità di accreditamento del portafoglio o per speculare sulle prestazioni di un bond particolare.

Commodity Swap

Uno scambio dove i movimenti di cassa scambiati dipendono dal prezzo di un prodotto di fondo. Questo è usato solitamente per proteggersi dal prezzo di un prodotto. In questo scambio, l'utente di un prodotto assicurerebbe un prezzo massimo e acconsentirebbe di pagare ad un'istituzione finanziaria questo prezzo fisso. Dunque, l'utente otterrebbe i pagamenti basati sul prezzo di mercato per il prodotto coinvolgere. Dall'altro lato, un produttore desidera mettere al riparo il suo reddito e acconsentirebbe per pagare il prezzo di mercato ad un'istituzione finanziaria, in cambio della ricezione dei pagamenti fissi per il prodotto.

Credit Default Swap

Uno swap atto a trasferire il rischio di cambio di un prodotto a reddito fisso tra le parti.

Note: Il compratore di uno Credit Default Swap riceve la protezione di accreditamento, mentre il venditore dello scambio garantisce il valore di accreditamento del prodotto. Facendo questo, il rischio di default è trasferito al venditore dello swap.

Currency Swap

Uno swap che comporta lo scambio del capitale e dell'interesse in una moneta per lo stesso capitale ed interesse in un'altra moneta.

Originalmente è stata ideata per aggirare il problema dei controlli di cambio.

Interest Rate Swap

È un contratto che prevede lo scambio periodico, tra due operatori, di flussi di cassa aventi la natura di "interesse" calcolati sulla base dei tassi di interesse predefiniti e differenti e di un capitale teorico di riferimento.

Non Deliverable swap - NDS

È un contratto che alla scadenza non prevede lo scambio effettivo delle due valute oggetto del contratto ma solo lo scambio dei differenziali di cambio denominati in una valuta forte

Swap Spread

1. La differenza fra il tasso negoziato e fisso di uno scambio. La spread è determinata dalle caratteristiche del mercato di riferimento e del valore del creditore.

2. La differenza fra il tasso di scambio ed il tasso di prestito offerto tramite altri veicoli di investimento con caratteristiche paragonabili.

Total Return Swap

Ogni swap nel quale la parte con il tasso non variabile sia basata sulla redditività di uno strumento a reddito fisso con una vita più lunga dello scambio.

Variance Swap

Un tipo di swap dove il versamento è lineare alla varianza piuttosto che alla volatilità. Di conseguenza, il versamento aumenterà ad un più alto tasso che la volatilità.

Volatility Swap

Un contratto a termine di cui alla base c'è la volatilità di un dato prodotto

Venendo più nella trattazione tecnica, avremmo che lo *swap*, che nella sua forma più semplice è denominato "*plain Vanilla*", è uno strumento derivato del tipo *Over The Counter (non regolamentato)*.

Il contratto prevede uno scambio di una sequenza di flussi di interessi a tasso fisso contro interessi a tasso variabile, cioè che una delle controparti corrisponda all'altra cedole fisse, calcolate rispetto ad un certo capitale nominale e ad un tasso fisso contrattualmente stabilito, mentre l'altra corrisponda in cambio cedole indicizzate relative al medesimo capitale nominale.

Nella sua forma più elementare il contratto è periodico e la scadenza dei pagamenti viene così strutturata:

$t = t_0; t_1; \dots; t_m$

dove t_0 indica la data di inizio dello swap.

L'irs è espresso nella formula:

$t_k = t_0 + k$, dove $k = 1, 2, \dots, m$;

prendendo come base di riferimento il capitale nominale C .

Il piano così strutturato prevede che per ogni t_k , con $1 \leq k \leq m$, il pagamento del differenziale $C(t_k - 1, t_k - i)$ dove i rappresenta il tasso fisso contrattualmente pattuito.

Per ogni valore di K che risulti $C(t_k - 1, t_k - i) < 0$ la parte che paga il tasso fisso avrà un esborso.

Quasi mai i contratti di swap sono semplici e lineari (!) come il *plain vanilla*, ma hanno una qualche forma di "strutturazione" più complessa.

Prendiamo ad esempio che la società Alfa sottoscriva un contratto di finanziamento con l'Istituto di Credito di fiducia per un valore di euro 1.000.000, con la durata di 5 anni, in cui paga interessi pari al tasso euribor + uno *spread* dell' 1%.

Contestualmente la società Alfa sottoscrive un contratto di IRS (*Interest Rate Swap*) con il medesimo istituto (sempre sul capitale nominale di euro 1.000.000), "per tutelarsi" dal rischio di rialzo dei tassi così strutturato:

La società Alfa paga all'Istituto di Credito:

il 3,5% fisso semestrale per il primo anno se l'euribor a 6 mesi non supera il 4,2%;

il 3,9% fisso semestrale il secondo e terzo anno l'euribor a 6 mesi non supera il 4,2%;

il 4,0% fisso semestrale il quarto e quinto anno l'euribor a 6 mesi non supera il 4,2%;

se però il tasso euribor rilevato nel periodo precedente è maggiore o uguale a 4,2% paga non più il fisso ma l'euribor a 6 mesi;

come contropartita l'Istituto di Credito paga alla società Alfa, invece:

l'euribor a 6 mesi se questo è inferiore al 4,2%;

il 2% fisso se l'euribor è maggiore o uguale al 4,2%.

Mettiamo caso che al momento della sottoscrizione l'euribor sia rilevato al 3,8%, ne avremo che per il primo anno la società Alfa pagherà un tasso del 3,5% e riceverà un tasso del 3,8%, e quindi "guadagna" dallo *swap*;

Se però l'euribor subisce un forte rialzo e mettiamo caso, che il secondo anno l'euribor sia rilevato al 4,3%, la situazione per la società alfa sarà la seguente:

paga il 4,3% (e non più il 3,9%)

riceve il 2% dall'Istituto di Credito

- Paga il 4,3% + 1% di *spread* sul finanziamento originario.

La società si trova costretta a pagare su 2 fronti il medesimo tasso, che invece di tutelare l'operazione ne aumenta infinitamente l'alea.

Ipotizzando un aumento infinito dell'euribor, la società alfa si trova infinitamente esposta nei confronti dell'Istituto di credito, mentre quest'ultimo ha una barriera posta al 4,2%;

Ipotizzando una diminuzione sino a zero dell'euribor, la società paga sempre un fisso del 3,5% del 3,9% e del 4% e riceve zero dall'Istituto di credito.

LA PERIZIA ECONOMETRICA

Il consulente al momento della redazione della consulenza deve saper valutare:

Elementi del Contratto

a) Struttura dello swap

- Capitale nozionale:
- durata:
- periodicità:
- regole sulla rilevazione del tasso variabile:
- regole per il calcolo dei giorni:
- convenzioni sui giorni lavorativi:
- tasso variabile:
- tasso fisso:
- cash flow pagamenti

b) Motivazioni che hanno indotto l'azienda ad sottoscrivere il contratto.

c) analisi della contrattualistica sottoscritta.

Andamento del mercato Swap

Il *pricing* dello *swap* indica denaro/lettera (*bid/ask*) che l'intermediario finanziario espone in via continuativa sul circuito telematico.

(però le quotazioni hanno solamente un valore indicativo)

Ad esempio sul circuito Bloomberg Professional una quotazione dell'Euroswap si presenta così:

SECURITY	TIME	BID	ASK	CHANGE	OPEN	HIGH	LOW	PRV CLS
01LSW1	12:25	5.3100	5.3190	-0.0120	5.3700	5.3700	5.1500	5.3315
02LSW2	12:25	5.3300	5.3500	-0.0110	5.3900	5.3900	5.3300	5.3710
03LSW3	12:22	5.3900	5.4100	-0.0220	5.4400	5.4400	5.3850	5.4170
04LSW4	12:22	5.4500	5.4700	-0.0100	5.5000	5.5000	5.4450	5.4750
05LSW5	12:22	5.5200	5.5400	+0.0150	5.5600	5.5650	5.5100	5.5200
06LSW6	12:25	5.5900	5.6100	-0.0100	5.6100	5.6150	5.5950	5.6150
07LSW7	12:22	5.6670	5.6870	+0.0010	5.7100	5.7100	5.6650	5.6760
08LSW8	12:22	5.7300	5.7500	+0.0120	5.7400	5.7500	5.7250	5.7330
09LSW9	12:25	5.7700	5.7900	+0.0070	5.7800	5.7950	5.7735	5.7780
10LSW10	12:22	5.8100	5.8300	+0.0050	5.8600	5.8600	5.8150	5.8170

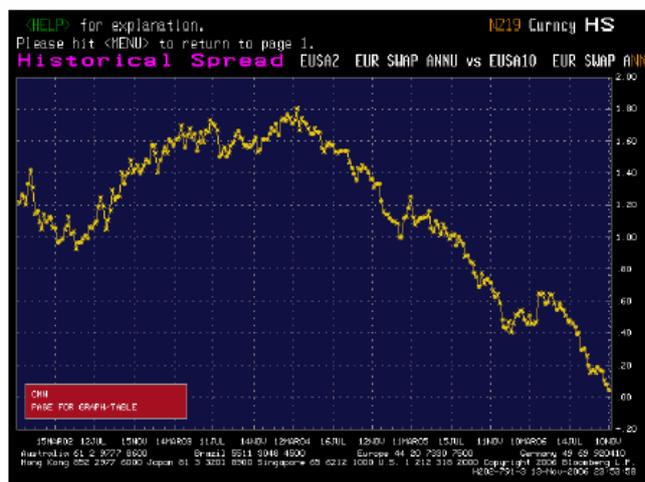
ITALIAN GOVT (BTP)

ITALIAN SWAP

Copyright 2000 Bloomberg L.P. Frankfurt: 69-280410 Hong Kong: 2-377-8000 London: 207-330-7500 New York: 212-318-2000
Princeton: 609-279-3000 Singapore: 226-3000 Sydney: 2-977-8686 Tokyo: 3-3201-8900 Sao Paulo: 11-3048-1500
1989-795-1 02-Nov-00 12:26:56

Spread 10Y - 2Y¹

Scadenze	Bid	Ask
Euribor 1m		3,379
Euribor 3m		3,587
Euribor 6m		3,727
Euribor 12m		3,857
Irs 1,5Y	3,904	3,908
Irs 2Y	3,910	3,913
Irs 3Y	3,888	3,901
Irs 4Y	3,883	3,892
Irs 5Y	3,885	3,893
Irs 6Y	3,891	3,899
Irs 7Y	3,901	3,909
Irs 8Y	3,916	3,924
Irs 9Y	3,934	3,942
Irs 10Y	3,953	3,961
Irs 12Y	3,993	3,999
Irs 15Y	4,034	4,042
Irs 20Y	4,071	4,079



In definitiva indica quanto un intermediario è disposto a pagare per ricevere un determinato tasso fisso in cambio di un tasso variabile e viceversa.

Dunque l'intermediario finanziario (che spesso coincide con una delle parti del contratto) ha a disposizione un'elevata quantità di informazioni che l'altra parte non dispone o non è in grado di percepire.

Dunque è necessario individuare quali sono queste informazioni che il mercato segnala al momento della sottoscrizione del contratto per poter, in prima analisi, stabilire la validità intrinseca del prodotto venduto.

3) Valutazione dell'idoneità dello swap sottoscritto

Individuazione del Pricing storico;

Valutazione attuale e previsioni;

Costruzione della tabella di pay off;

Analisi della struttura dell'indebitamento dell'azienda al momento della sottoscrizione;

Interpolazione dei flussi attualizzati dello swap con quelli (negativi) derivanti dal negozio di base;

Simulazione dello stesso tipologia di swap con variazione dei parametri di riferimento;

Calcolo dell'impatto dei differenziali swap sulla struttura finanziaria del sottoscrittore;

4) Conclusioni

Sulla base dell'analisi complessiva effettuata, da cui emerge una totale inadeguatezza del prodotto sottoscritto, con evidenti ed inconfutabili impatti negativi (facilmente prevedibili dal Market Maker

¹ Strumenti derivati per la gestione dei rischi di tasso di interesse e di cambio – Università degli Studi di Urbino

al momento della proposta) sulla realtà finanziaria del compratore (utente) è diritto di quest'ultimo chiedere:

la rescissione del contratto di swap;

l'addebito dei costi di uscita a carico del proponente;

La ripetizione dei differenziali negativi pagati per il contratto in corso e/o per le precedenti rimodulazioni;

Il riconoscimento del tasso legale sui differenziali pagati.

I periti adusbef risponderanno alle problematiche relative agli swap che gli iscritti vorranno formulare scrivendo ad adusbef@studiotanza.it o tanza@studiotanza.it, la risposta necessita della sola iscrizione.

Lecce, 24 giugno 2007

Avv. Antonio Tanza tanza@studiotanza.it

Dott. Fabio Blasi adusbef@studiotanza.it