



BUSINESS CASE 2010

ANALISI DERIVATI PER RISTRUTTURAZIONE

Premesso che uno strumento si definisce di copertura se i flussi che produce sono uguali e contrari rispetto ai flussi del sottostante, nel nostro caso lo strumento è di copertura se tale strumento, a seguito di un aumento dei tassi, produce un utile uguale al maggior costo che l'indebitamento dell'azienda produrrà a causa dell'aumento dei tassi stessi.

I primi fattori importanti da considerare sono:

- La stessa variabile deve produrre effetti contrari sullo strumento derivato e sull'indebitamento;
- Le scadenze e i volumi devono coincidere, ovvero la copertura deve avere nozionale paragonabile al volume dell'indebitamento e i pagamenti periodici degli interessi devono coincidere con le scadenze del derivato;
- Il tasso parametro deve avere la medesima indicizzazione.

Per parlare di coperture sui tassi di interesse bisogna evidenziare il fatto che esistono due tipi di parametri:

- I tassi a breve: Euribor a 1 mese, 2 mesi, 3 mesi... fino a 12 mesi, che regolano gli interessi dei debiti con scadenze a breve termine (curva monetaria fino a 18 mesi – 1 giorno);
- I tassi a lungo: IRS a 2 anni, 3 anni... fino a 30 anni, che fissano un tasso che verrà pagato periodicamente per la durata complessiva di 2, 3,4... 30 anni.

I tassi a breve vengono denominati anche Tassi Variabili perché cambiano ogni periodo, i tassi a lungo sono anche definiti Tassi Fissi poiché mantengono il valore fisso per tutte le scadenze del periodo.

Situazione Aziendale Febbraio 2007

Nel febbraio 2007 la società Alfa (d'ora in poi Società) aveva in essere due mutui con le seguenti caratteristiche:

1. Mutuo ipotecario aperto a Gennaio 2001, debito residuo 690.815,17 €, scadenza gennaio 2016, piano di ammortamento alla francese con rata mensile parametrizzata alla media dell'Euribor 3M del mese precedente. **Tale mutuo era in procinto di essere estinto anticipatamente e la banca era in possesso del preliminare. Il mutuo verrà effettivamente estinto a gennaio 2008.**
2. Mutuo ipotecario aperto a Ottobre 2000, debito residuo 345.359,92 €, scadenza ottobre 2010, piano di ammortamento alla francese con rata mensile parametrizzata alla media dell'Euribor 3M del mese precedente.

Al fine di coprire il rischio di tasso viene proposto alla società un Interest Rate Swap con le seguenti caratteristiche:

- Data iniziale 7 Febbraio 2007
- Data scadenza 7 Febbraio 2012
- Periodicità Trimestrale
- Tasso parametro Euribor 3M
- Tasso fisso 4,28%
- Fair value alla stipula - 5790,61€ (maggior costo rispetto al valore zero)

Alla data della stipula del derivato l'Istituto Bancario ha proposto una durata del derivato (5 anni, con scadenza quindi nel 2012) non adatta all'esposizione sottostante per i seguenti motivi:

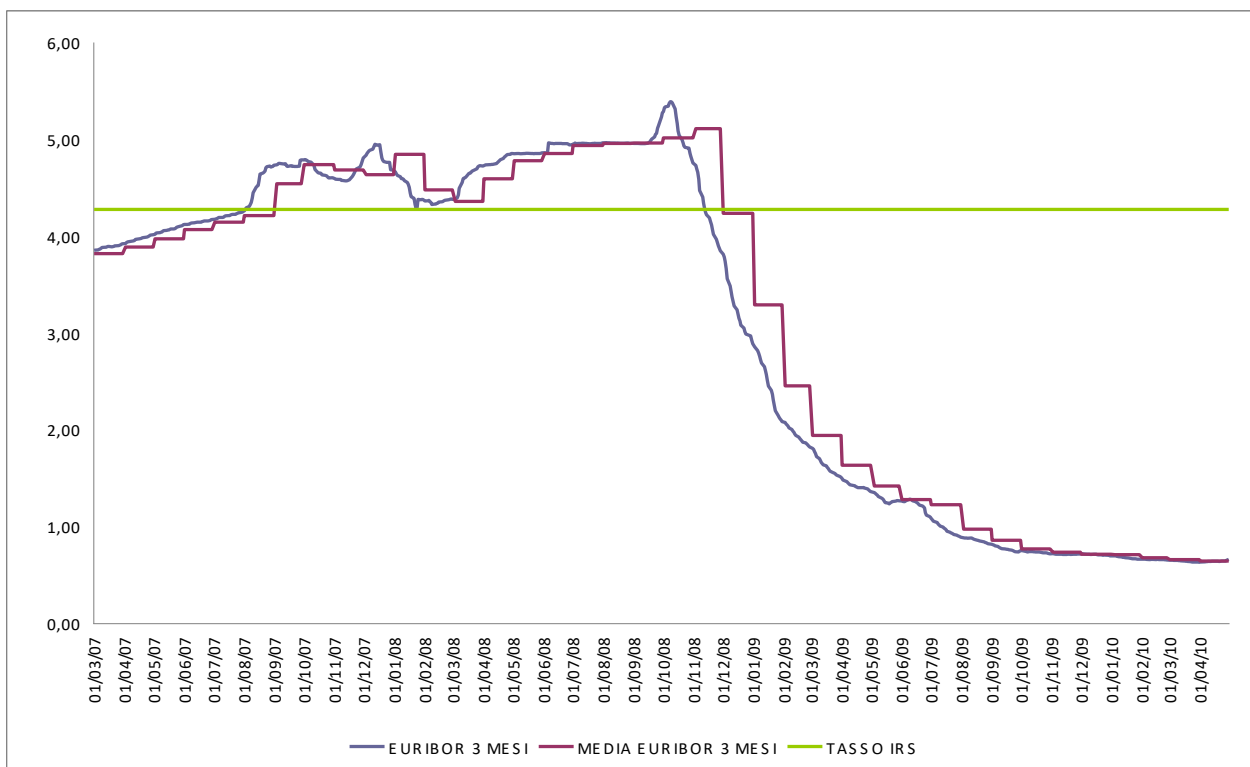
- I. La durata del primo mutuo, pur essendo formalmente superiore alla durata dello strumento derivato che doveva fungere da copertura, era in realtà di durata di gran lunga inferiore per effetto dell'esistenza di un accordo preliminare che prevedeva l'estinzione anticipata nel gennaio 2008 (cosa poi avvenuta);
- II. Il secondo mutuo aveva vita residua inferiore del derivato.

Ne deriva, di conseguenza, il venir meno uno dei principi cardine affinché un derivato si possa definire di copertura, ovvero il "matching" delle scadenze.

A rafforzamento di questa assunzione va rilevato che:

1. Il derivato era di tipo "Bullet", ovvero scambiava flussi su un nozionale fisso; i mutui erano in amortizing, ovvero con rimborso quote capitale crescenti (la dimostrazione è rappresentata dal fatto che il nozionale dell'IRS è a tutt'oggi ancora di 500.000,00 euro, mentre il debito residuo del mutuo è di 140.000,00€ - di conseguenza **la percentuale di copertura è passata in tre anni dal 45% al 357%**);
2. La parametrizzazione dei mutui è sulla media del mese precedente dell'Euribor 3M con rilevazione mensile e pagamenti mensili; il derivato è parametrizzato sull'Euribor 3M con rilevazione trimestrale e pagamenti trimestrali. Tale mancanza di sincronia comporta andamenti diversi che **possono, e di fatto così risulta, aumentare il rischio invece che diminuirlo; la copertura risulta poco efficace quando i tassi monetari salgono e più onerosa quando i tassi decrescono.**

Di seguito il grafico dell'andamento dei tassi parametro:



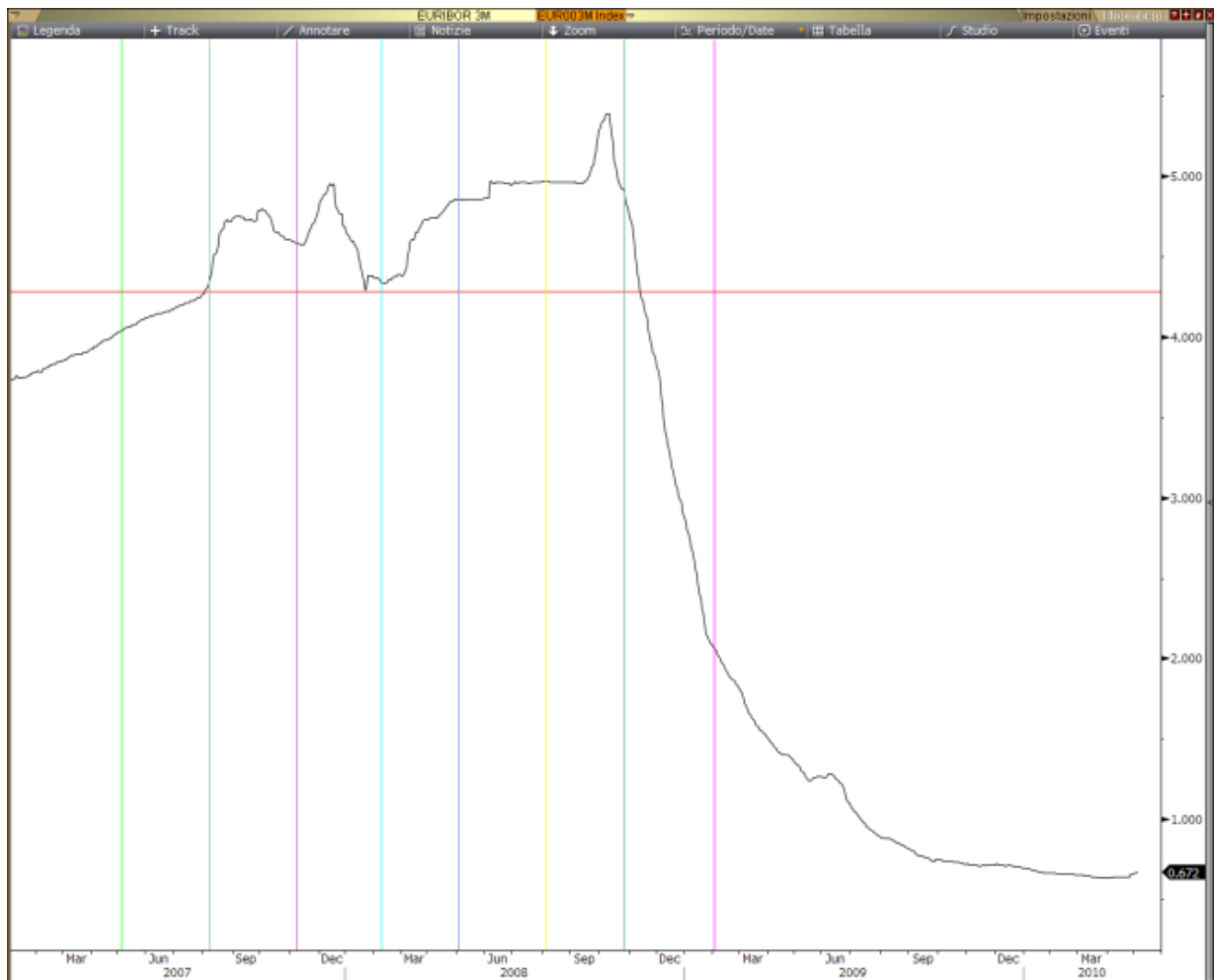
Come si vede dal grafico dell'andamento storico dell'Euribor 3M nel periodo dal 2001 al 2007 i tassi hanno oscillato raggiungendo anche valori del 2%. Verso la fine del 2005 i tassi monetari iniziano a salire.

Al momento della proposta della copertura i tassi avevano raggiunto il 3,78% e, rispetto ai minimi, avevano raddoppiato il loro valore alzandosi considerevolmente; i tassi massimi ipotizzabili per l'area euro erano – secondo le logiche di politica monetaria – stimati intorno al 4,5% - 5%, quindi avevano limitato spazio di crescita rispetto al movimento già effettuato. Le condizioni osservabili sul mercato finanziario erano di restringimento degli spreads tra i tassi monetari e tassi IRS.

Da un'osservazione storica si può notare come per tutto il 2006 e gennaio 2007 vi siano state condizioni migliori per proporre la copertura, mentre l'intervento della banca si è prodotto in una situazione in cui le aspettative di perdita per il cliente e di utile per la controparte bancaria non erano eque (fortemente sbilanciate a favore dell'Istituto di Credito).

Di seguito vengono evidenziati i grafici sull'andamento dello spread tra IRS ed Euribor e l'andamento dell'Euribor.





Conclusioni

Dalla nostra analisi appare evidente che **la copertura presentata come tale in realtà si raffigura come uno strumento speculativo totalmente avulso dalla funzione che avrebbe dovuto svolgere, anzi ha aumentato il rischio di extra perdite quando i tassi monetari sono scesi per effetto della crisi**. L'effetto di tale scelta indotta dall'Istituto di Credito è stata non solo inopportuna, ma anche fortemente colposa per la mancanza di complementarietà con il sottostante e per la non equa distribuzione delle probabilità di profitto per le due gambe dello swap.

Note Aggiuntive Marzo 2017 – OIC 32

A posteriori **le recenti modifiche alle normative sulla contabilizzazione dei derivati in bilancio (OIC 32) confermano le conclusioni a cui si era giunti grazie all'analisi effettuata in precedenza**. I nuovi principi contabili infatti stabiliscono che, proprio per le già citate problematiche (mismatch fra durata della copertura e del sottostante, differenze nei tassi parametro e nel sottostante di riferimento), **questo derivato non possa in alcun modo essere definito di copertura**.