



Società Italiana
AUDIT

5 novembre 2010

Oggetto: Lettera informativa 2010/03

Nella presente lettera informativa sono riportati alcuni spunti di riflessione sui derivati, swap e l'interesse economico sottostante la loro sottoscrizione.

Le riflessioni prendono spunto da due sentenze emesse in data 20 Luglio 2007 dal Tribunale di Torino¹ ed aventi a riferimento la sottoscrizione di contratti derivati da parte di imprese industriali; le citate sentenze sono utile base per analizzare gli strumenti derivati e il loro impiego da parte di società non operanti in settori finanziari soprattutto alla luce delle logiche economiche (i.e. business reasons) che dovrebbero essere sottese alla loro sottoscrizione.

I PROFILI TEORICI DEI CONTRATTI DI SWAP

I contratti derivati su tassi d'interesse mirano a fronteggiare il fenomeno della variabilità dei tassi di interesse sulle operazioni finanziarie dell'impresa (es.: rischio di incremento dei tassi passivi oppure rischio di diminuzione dei tassi attivi).

I tipici contratti derivati su tassi di interesse sono i seguenti:

- “swap” su tassi di interesse o “interest rate swap” (I.R.S.), e relative varianti operative;
- “swap” sull'andamento della “curva dei rendimenti” o “yield curve basis swap”;
- operazioni su tassi futuri, come, ad esempio, il “forward rate agreement” (F.R.A.);
- operazioni sull'andamento del differenziale dei tassi di interesse di due valute, o “forward spread agreement” (F.S.A.);
- opzioni sui tassi di interesse, o “interest rate options” (I.R.O.).

Nel paragrafo che segue è illustrata la prima tipologia di contratto in quanto direttamente attinente con l'oggetto delle cause prese a spunto delle presenti note.

Aspetti generali dei contratti di Interest Rate Swap

¹ Il **Dottor Franco Nada** ha agito in qualità di consulente tecnico del giudice nelle cause citate e a lui è da riferirsi la preziosa analisi economica effettuata ed utilizzata dal Tribunale per la stesura delle sentenze.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

Il contratto di "swap" su tassi di interesse" o "interest rate swap" (I.R.S.) è un accordo stipulato fra due parti per scambiarsi nel tempo due diversi insieme di flussi di cassa². Il contratto I.R.S. è concluso su un mercato "over the counter", vale a dire su un mercato di natura privatistica ove gli strumenti trattati non sono standardizzati, è riferito ad un capitale "nozionale", che non è oggetto di scambio, ma funge da parametro su cui commisurare gli interessi che verranno incassati o pagati dai contraenti.

Nel caso di uno swap su tassi di interesse, le controparti si scambiano flussi di pagamento di interessi, calcolati utilizzando un tasso fisso contro uno variabile, detti "fixed rate" e "floating rate", o due diversi tassi variabili, applicati a un capitale nozionale di riferimento. Il nominale è espresso sempre in una stessa divisa.

Per convenzione, un soggetto è definito compratore dell'I.R.S. quando incassa il tasso fisso e paga il tasso variabile, mentre è definito venditore dell'I.R.S. quando incassa il tasso variabile e paga il tasso fisso (come nella situazione oggetto delle cause).

Le componenti fondamentali di un I.R.S. sono le seguenti:

- capitale di riferimento (notional), sul quale vengono calcolati gli interessi. Esso è di norma costante per tutta la durata del contratto, ma potrebbe anche variare, come nel caso dell'amortising o dell'accruiting swap in cui il capitale è rispettivamente decrescente e crescente;
- data di stipula del contratto (trade date);
- data di inizio del calcolo degli interessi (effective date);
- data di scadenza del contratto (termination date);
- durata del contratto;
- data di pagamento degli interessi (payment date);
- pagamenti netti, ossia flussi netti determinati come differenziale tra gli interessi a tasso fisso e gli interessi a tasso variabile di ogni payment date.

In origine e a tutto oggi nella sua eccezione fondamentale, il contratto swap era utilizzato esclusivamente per modificare la struttura finanziaria delle poste attive e

² Per una approfondita disamina dei contratti swap si veda: G. Cucinotta, Strumenti della nuova finanza: domestic interest rate swap, warrant, cap, floor, collar, commercial paper, opzioni, prestiti convertibili, Nis 1988; M. Levis - M. Pecetto, I contratti swap, Il Sole 24 Ore, 1996; J. C. Hull, Opzioni, futures e altri derivati, Il Sole 24 Ore, 1999; M. Rubistein, Derivati, Il Sole 24 Ore, 2005; F. Caputo Nasseti, Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari, Milano, 1997; F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu, Swap, option, future, Milano, 1997.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

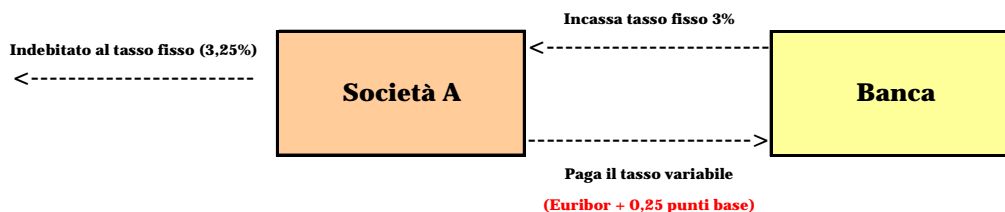
passive detenute. In particolare, la sua funzione era quella di trasformare un finanziamento (impiego) da tasso variabile (fisso) a tasso fisso (variabile); in altri termini, l'obiettivo primario dello swap consiste nel gestire il rischio di interesse. A questa funzione fondamentale (detta di copertura ed atta a limitare i rischi di variazione dei tassi di interesse) si è aggiunta quella volta ad utilizzare lo swap per approfittare delle imperfezioni di mercato (essenzialmente dovute all'inefficienza nella diffusione delle informazioni). Infatti, tramite lo swap è possibile ad esempio rendere meno oneroso o più remunerativo uno strumento finanziario.

Utilizzo degli Swap per trasformare le passività

I contratti di interest rate swap, come già accennato, rispondono all'esigenza primaria di attenuare il rischio di variazione del tasso di interesse (aumenti o diminuzioni superiori alle attese). Di fatto, ove posto in relazione con un'attività o una passività, un contratto swap consente di modificare le caratteristiche di rischio dell'attività o della passività, modificando il cash flow netto degli oneri o dei proventi finanziari.

Una delle ragioni principali che induce a stipulare un contratto di interest rate swap risiede, dunque, nella possibilità che una passività a tasso variabile possa essere convertita in una passività a tasso fisso (ciò che è vantaggioso in ipotesi di tendenza al rialzo dei tassi) o viceversa (ciò che, invece, diviene vantaggioso in ipotesi di tendenza al ribasso dei tassi).

Per fare un esempio di conversione di una passività a tasso fisso in una passività a tasso variabile si consideri una società A che si sia finanziata per € 10 milioni al tasso fisso del 3,25% annuo. Se tale società stipula un contratto swap in cui riceve il 3% annuo su un nominale nozionale di €uro 10 milioni, pari a quello del finanziamento, e paga un tasso variabile dato dal Euribor a 12 mesi + 25 punti base, l'effetto netto per la società A è quello di pagare il tasso annuo Euribor + 50 punti base.



SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

Tale operazione consente la trasformazione del prestito dal tasso fisso annuo del 3,25% al tasso annuo variabile Euribor + 50 punti base e può risultare particolarmente conveniente per la società A in ipotesi di discesa dei tassi.

Lo schema sotto riportato espone in modo sintetico quanto appena illustrato.

Tasso Euribor	La società			Risultato finale		Maggiorazione rispetto al Tasso Euribor
	paga l'interesse sul finanziamento	incassa l'interesse a tasso fisso sullo Swap	paga l'interesse Euribor 12 mesi + 0,25 p.b.	costo effettivo del finanziamento	(utile)/perdita dell'operazione	
A	a	b	c	a-b+c=B	c-b	B-A
2,75	3,25	3,00	3,00	3,25	0,00	0,50
3,00	3,25	3,00	3,25	3,50	0,25	0,50
3,25	3,25	3,00	3,50	3,75	0,50	0,50
2,50	3,25	3,00	2,75	3,00	(0,25)	0,50
2,25	3,25	3,00	2,50	2,75	(0,50)	0,50

In modo del tutto analogo, e con movimenti di segno opposto, un'attività a tasso variabile può essere convertita in un'attività a tasso fisso.

Ovviamente modificando opportunamente i dati dell'esempio si può osservare come gli swaps possano essere utilizzati anche per trasformare le attività.

Valutazione degli Swap su tassi di interesse

Merita ancora fare un cenno al tema della valutazione dei contratti di interest rate swap, rinviando ai manuali specifici in materia per le modalità concrete di calcolo³.

Occorre innanzitutto distinguere il concetto comunemente indicato con il termine pricing da quello di valutazione di un contratto IRS.

Il pricing si riferisce a un contratto swap nuovo e consiste nella determinazione del tasso fisso che l'acquirente dello swap è disposto a pagare a fronte degli incassi variabili.

³ Per una disamina approfondita e chiara sulla distinzione tra tassi di interesse spot e tassi di interesse forward e sulle modalità di determinazione della "Curva dei tassi zero coupon" vedi J. C. Hull, op. cit., pag. 78 e seguenti, nonché, con specifico riguardo alla valutazione degli swaps su tassi di interesse, pag. 121 e seguenti.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 0114305067 - Fax 0114472284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585793093 - Fax 0585791714

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 0658335684 - Fax 0658345571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000.000



Società Italiana
AUDIT

La valutazione riguarda, invece, un contratto già esistente e consiste nella determinazione del valore corrente del contratto nel suo complesso. In altri termini, la valutazione determina il premio che una delle due controparti è disposta a pagare per porre fine anticipatamente agli effetti del contratto (premio di unwinding o costo di sostituzione).

Occorre, infatti, considerare che uno swap nuovo valutato ai tassi di mercato (par swap) deve valere zero. In altre parole, deve essere nulla la somma del valore attuale (a tassi di mercato) della successione di cash flow del lato fisso e di quella del lato variabile. Il valore attuale dei cash flow del lato fisso è certo e dipende dal tasso fisso del contratto, mentre il valore attuale del lato variabile è indipendente dal tasso fisso e può essere determinato a livello teorico sulla base dei tassi forward.

Se il valore dello swap fosse diverso da zero all'inizio del contratto, una delle due controparti sarebbe certamente svantaggiata e non avrebbe alcun interesse a stipulare il contratto. Pertanto, il problema che si pone all'inizio del contratto è quello di determinare il tasso fisso che rende nullo il valore del contratto stesso.

E' peraltro doveroso far osservare che la definizione dei tassi avviene anche con la necessità, da parte della banca intermediaria, di incassare una commissione che peraltro rappresenta l'unico guadagno che la stessa realizza durante la vita del contratto. Infatti la banca durante la vita del contratto riveste esclusivamente il ruolo di intermediario che scambia flussi di interesse.

Successivamente, nel corso della prosecuzione del contratto, variazioni nei tassi di mercato possono rendere non nullo il valore dello swap; in tali casi si è in presenza di off-market swap anziché di par-swap. L'interest rate swap off market è quel contratto, negoziato con un tasso fisso, che non risulta in linea con le quotazioni del mercato. Perché il contratto possa essere stipulato occorre che il suo valore, definito come differenza tra il valore attuale dei flussi attivi e il valore attuale dei flussi passivi, sia pari a zero.

Nel caso degli off market swap, perché sussista convenienza per entrambe le parti ad attivare l'operazione, viene collocata una posta di denaro (up-front premium) in modo da riportare equilibrio tra pagamenti e incassi.

In altri termini, l'up-front premium o payment è un importo pagato per compensare un tasso dello swap non in linea con le quotazioni del momento.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

In tale ipotesi, se le controparti decidono di porre fine anticipatamente agli effetti del contratto (termination), una delle due deve pagare all'altra la differenza (premio di unwind), fra i valori dei due lati dello swap⁴.

Richiamando i concetti sopra esposti, si può ancora osservare che al fine di determinare il prezzo di uno swap, si ricorre al principio secondo il quale il valore attuale del lato fisso deve essere pari a quello del lato variabile. Data la curva dei rendimenti, è sufficiente trasformare i dati dello swap in flussi di cassa e poi scontare, alla data in cui si effettua la valutazione, tali flussi per determinare il valore attuale.

Il contratto di interest rate swap funziona, sotto il profilo finanziario, mediante il manifestarsi di due serie di flussi di cassa di segno opposto costituiti dal tasso pagato e dal tasso ricevuto con riferimento ai quali la banca, usualmente, accredita/addebita all'impresa contraente il saldo derivante dalla somma algebrica dei due flussi.

Il valore corrente di un contratto swap ad una determinata data è usualmente definito come NAV, acronimo di Net Asset Value. Esso, evidentemente, assume valore negativo (ovvero sfavorevole all'impresa) laddove la differenza algebrica tra il tasso pagato dall'impresa e il tasso pagato dalla banca, al momento della valutazione, è positivo (saldo finanziario negativo per l'impresa) mentre assume valore positivo (favorevole all'impresa) nel caso contrario.

Al fine di meglio comprendere le dinamiche inerenti ai contratti di cui è causa è indispensabile osservare ancora quanto segue, tenendo conto dei principi esposti. Nel caso in cui un contratto venga anticipatamente estinto, per qualsivoglia ragione, il valore attuale dei flussi di cassa deve essere pagato o incassato dall'impresa, nel caso in cui il NAV sia negativo o positivo.

Ove il NAV sia negativo, e dunque il contratto assuma un valore negativo, se l'impresa ritiene di chiudere la posizione dovrà necessariamente corrispondere tale importo all'istituto finanziario. In via alternativa, è possibile stipulare un nuovo contratto che tenga conto del NAV negativo del contratto chiuso, assorbendolo secondo le modalità di seguito illustrate.

⁴ Per effettuare il pricing e la valutazione di uno swap occorre innanzitutto procedere alla determinazione dei fattori di sconto necessari per l'attualizzazione dei flussi di cassa. Si deve cioè individuare un fattore di sconto per ognuna delle scadenze che caratterizzano lo swap. La struttura dei fattori di sconto deve essere coerente con i tassi di mercato, vale a dire deve rispecchiare le possibilità di investimento e di finanziamento dei cash flow dello swap per il valutatore.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

In particolare, ove l'impresa non intenda sopportare in via immediata sul piano finanziario la perdita economica subita con il primo contratto ma preferisca postergare l'onere economico al futuro questa dovrà necessariamente stipulare un nuovo contratto che incorpori la perdita sofferta sul primo contratto "scommettendo" sulla possibilità che tale perdita possa venir assorbita nel nuovo contratto diversamente strutturato.

In concreto, la perdita inerente al precedente contratto (NAV negativo per l'impresa) viene addebitata all'impresa a chiusura definitiva della precedente posizione contrattuale. Contestualmente, a fronte dell'impegno assunto dall'impresa con la stipulazione di un nuovo contratto IRS off-market, il cui valore è negativo in misura esattamente corrispondente alla perdita sofferta dall'impresa a seguito della chiusura anticipata del precedente contratto di swap, la banca accredita effettivamente all'impresa medesima, tramite il meccanismo più sopra descritto dell'up front, l'importo corrispondente al valore negativo del nuovo contratto, affinché il nuovo contratto assuma valore nullo, in quanto l'accredito introitato dall'impresa compensa il valore negativo del contratto di swap off-market. L'onere implicito nel nuovo contratto di swap off-market viene interamente compensato dall'accredito dell'up-front premium. In tal modo, sul piano finanziario l'esborso sostenuto dall'impresa, per effetto dell'anticipata estinzione del precedente contratto IRS, viene interamente compensato dall'accredito a favore dell'impresa medesima dell'up front premium di pari importo. In conclusione con questo meccanismo l'impresa sposta l'effettivo pagamento della perdita ad un periodo successivo nel quale si potranno verificare tre situazioni:

- il risultato economico del nuovo contratto è pari a zero, in quanto gli utili realizzati con il nuovo contratto sono stati assorbiti dalla perdita pregressa;
- il risultato economico del nuovo contratto determina perdite maggiori della perdita pregressa, in quanto a questa si sommano le perdite del secondo contratto;
- il risultato economico del nuovo contratto determina un utile inferiore di quello realizzato dal secondo contratto in quanto ridotto dall'assorbimento della perdita pregressa.

A titolo esemplificativo, si supponga che un'impresa intenda chiudere un primo contratto avente un NAV negativo di € 20.000. Tale importo viene innanzitutto definitivamente addebitato all'impresa. Contestualmente, allo scopo di neutralizzare l'esborso finanziario per l'impresa conseguente all'estinzione anticipata del precedente contratto IRS, la banca accredita all'impresa un uguale importo a titolo di up-front premium a fronte della stipulazione di un contratto IRS off market, il cui valore alla data di stipulazione è negativo per tale importo. Il nuovo contratto IRS sarà necessariamente strutturato in maniera tale che, alla data della stipula, esso abbia un

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 79 30 93 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

valore attuale negativo (NAV), appunto, pari a € 20.000, vale a dire pari all'importo accreditato all'impresa, e ciò avviene mediante la fissazione di tassi di interesse di scambio lievemente contra mercato.

L'ESAME DI UN CONTRATTO CONVERTIBLE SWAP

La descrizione del contratto Convertible Swap

Al fine di esemplificare quanto sopra esposto si analizza il contratto Convertible Swap, oggetto di analisi in una delle sentenze innanzi menzionate ed avente le seguenti caratteristiche:

Importo di riferimento (nozionale)	€uro 516.456,90
Durata	5 anni
Data iniziale	27 Marzo 2000
Scadenza finale	27 Marzo 2005
Banca paga	dalla Data iniziale alla Scadenza finale dell'operazione, sull'Importo di riferimento, interessi calcolati con riferimento al Tasso Parametro Banca, pagati posticipatamente ad ogni Scadenza periodica del Tasso parametro Banca.
Tasso Parametro Banca	Euribor 3 mesi
Azienda paga	dalla Data iniziale alla Scadenza finale dell'operazione, sull'Importo di riferimento, interessi calcolati con riferimento al Tasso Parametro Cliente, pagati posticipatamente ad ogni Scadenza periodica del Tasso parametro Cliente.

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Tasso Parametro Cliente	Primo anno (dal 27 Marzo 2000 al 27 Marzo 2001) tasso fisso del 3,75% Secondo anno (dal 27 Marzo 2001 al 27 Marzo 2002) tasso fisso del 4,75% Dal terzo al quinto anno (dal 27 Marzo 2002 al 27 Marzo 2005) Evento A: se alla data del fixing l'Euribor 3 mesi è inferiore al 7%, allora Azienda paga tasso fisso del 5,75%; Evento B: se alla data del fixing l'Euribor 3 mesi è uguale o superiore al 7%, e limitatamente al trimestre successivo, Azienda paga l'Euribor 3 mesi meno lo 0,10%.
Scadenze periodiche tassi	Trimestrali a partire dalla Data iniziale
Fattore moltiplicativo sui tassi Parametro	Act / 360
Data di fixing dei tassi	Secondo giorno lavorativo antecedente ciascuna scadenza periodica dei tassi (primo fixing Euribor 3 mesi dal 23 Marzo 2000)

L'analisi teorica del contratto Convertible Swap

Nelle tabelle che seguono viene rappresentata la dinamica dei differenziali, per diversi livelli di Tasso Parametro Banca, al fine di rappresentare il teorico funzionamento dello strumento descritto (per comodità si sono assunti trimestri di 90 giorni ciascuno).

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Per il primo anno dal 27 Marzo 2000 al 27 Marzo 20015

Giorni	Base	Importo Nozionale di Riferimento	Tasso parametro Banca	Tasso parametro Cliente	(Perdita)/Utile teorico per Fast Loc S.p.A.
90	360	516.456,90	2,00%	3,75%	(2.259,50)
90	360	516.456,90	2,25%	3,75%	(1.936,71)
90	360	516.456,90	2,50%	3,75%	(1.613,93)
90	360	516.456,90	2,75%	3,75%	(1.291,14)
90	360	516.456,90	3,00%	3,75%	(968,36)
90	360	516.456,90	3,25%	3,75%	(645,57)
90	360	516.456,90	3,50%	3,75%	(322,79)
90	360	516.456,90	3,75%	3,75%	0,00
90	360	516.456,90	4,00%	3,75%	322,79
90	360	516.456,90	4,25%	3,75%	645,57
90	360	516.456,90	4,50%	3,75%	968,36
90	360	516.456,90	4,75%	3,75%	1.291,14
90	360	516.456,90	5,00%	3,75%	1.613,93
90	360	516.456,90	5,25%	3,75%	1.936,71
90	360	516.456,90	5,50%	3,75%	2.259,50
90	360	516.456,90	5,75%	3,75%	2.582,28
90	360	516.456,90	6,00%	3,75%	2.905,07
90	360	516.456,90	6,25%	3,75%	3.227,86
90	360	516.456,90	6,50%	3,75%	3.550,64
90	360	516.456,90	6,75%	3,75%	3.873,43
90	360	516.456,90	7,00%	3,75%	4.196,21
90	360	516.456,90	7,25%	3,75%	4.519,00
90	360	516.456,90	7,50%	3,75%	4.841,78
90	360	516.456,90	7,75%	3,75%	5.164,57
90	360	516.456,90	8,00%	3,75%	5.487,35

Il contratto, nella forma prevista per il primo anno di funzionamento, presenta uno schema di funzionamento assai lineare e di facile comprensione, con un'area di perdita per Azienda per livelli di Tasso Parametro Banca inferiori al 3,75% ed un'area di utile per livelli superiori al 3,75% nella quale si sarebbe verificata la funzione di copertura dal rischio di aumento dei tassi di interesse.

In questa fattispecie, il contratto effettivamente realizzava, sull'Importo di Riferimento, la trasformazione del costo dell'indebitamento da variabile a fisso, fissandone il livello al 3,75%.

Il grafico sotto riportato illustra le perdite e gli utili conseguiti in via teorica in funzione dell'andamento dei Tassi Parametro Cliente e Banca.

5 Si precisa che in tutte le tabelle sia di simulazione che riportanti dati reali, i dati in rosso, indicano il punto di equilibrio del contratto, cioè la combinazione di tassi per i quali il risultato economico per la società è uguale ad € zero.

CF/P.IVA 09/43030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

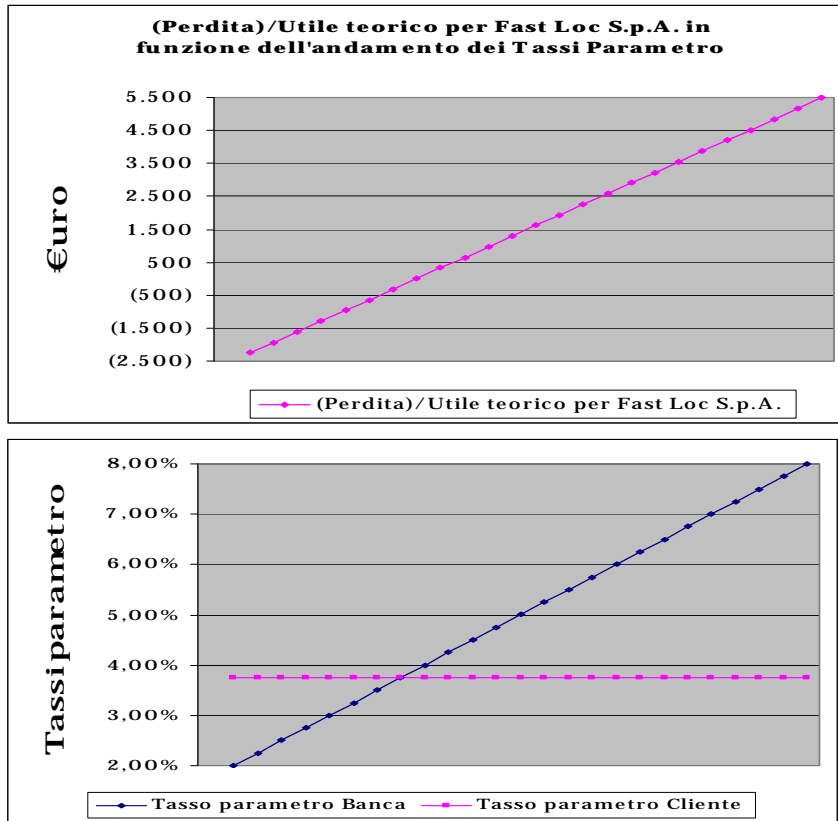
Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 79 30 93 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT



Per il secondo anno dal 27 Marzo 2001 al 27 Marzo 2002

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Giorni	Base	Importo Nozionale di Riferimento	Tasso parametro Banca	Tasso parametro Cliente	(Perdita)/Utile teorico per Fast Loc S.p.A.
90	360	516.456,90	2,00%	4,75%	(3.550,64)
90	360	516.456,90	2,25%	4,75%	(3.227,86)
90	360	516.456,90	2,50%	4,75%	(2.905,07)
90	360	516.456,90	2,75%	4,75%	(2.582,28)
90	360	516.456,90	3,00%	4,75%	(2.259,50)
90	360	516.456,90	3,25%	4,75%	(1.936,71)
90	360	516.456,90	3,50%	4,75%	(1.613,93)
90	360	516.456,90	3,75%	4,75%	(1.291,14)
90	360	516.456,90	4,00%	4,75%	(968,36)
90	360	516.456,90	4,25%	4,75%	(645,57)
90	360	516.456,90	4,50%	4,75%	(322,79)
90	360	516.456,90	4,75%	4,75%	0,00
90	360	516.456,90	5,00%	4,75%	322,79
90	360	516.456,90	5,25%	4,75%	645,57
90	360	516.456,90	5,50%	4,75%	968,36
90	360	516.456,90	5,75%	4,75%	1.291,14
90	360	516.456,90	6,00%	4,75%	1.613,93
90	360	516.456,90	6,25%	4,75%	1.936,71
90	360	516.456,90	6,50%	4,75%	2.259,50
90	360	516.456,90	6,75%	4,75%	2.582,28
90	360	516.456,90	7,00%	4,75%	2.905,07
90	360	516.456,90	7,25%	4,75%	3.227,86
90	360	516.456,90	7,50%	4,75%	3.550,64
90	360	516.456,90	7,75%	4,75%	3.873,43
90	360	516.456,90	8,00%	4,75%	4.196,21

In questo caso la trasformazione del costo dell'indebitamento da variabile a fisso, avviene per un livello di tasso uguale al 4,75%, mentre l'area di utile per Azienda è spostata per livelli di Tasso Parametro Banca superiori al 4,75%. Per la precisione l'area di utile per Azienda, nella quale si sarebbe verificata la funzione di copertura dal rischio di aumento dei tassi di interesse, risultava determinata per un livello di Tasso Parametro Banca superiore al 4,75%. Anche in questa fattispecie, il contratto effettivamente realizzava, sull'Importo di Riferimento, la trasformazione del costo dell'indebitamento da variabile a fisso, fissandone il livello al 4,75%.

Il grafico sotto riportato illustra le perdite e gli utili conseguiti in via teorica in funzione dell'andamento dei Tassi Parametro Cliente e Banca.

CF/P.IVA 09/43030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

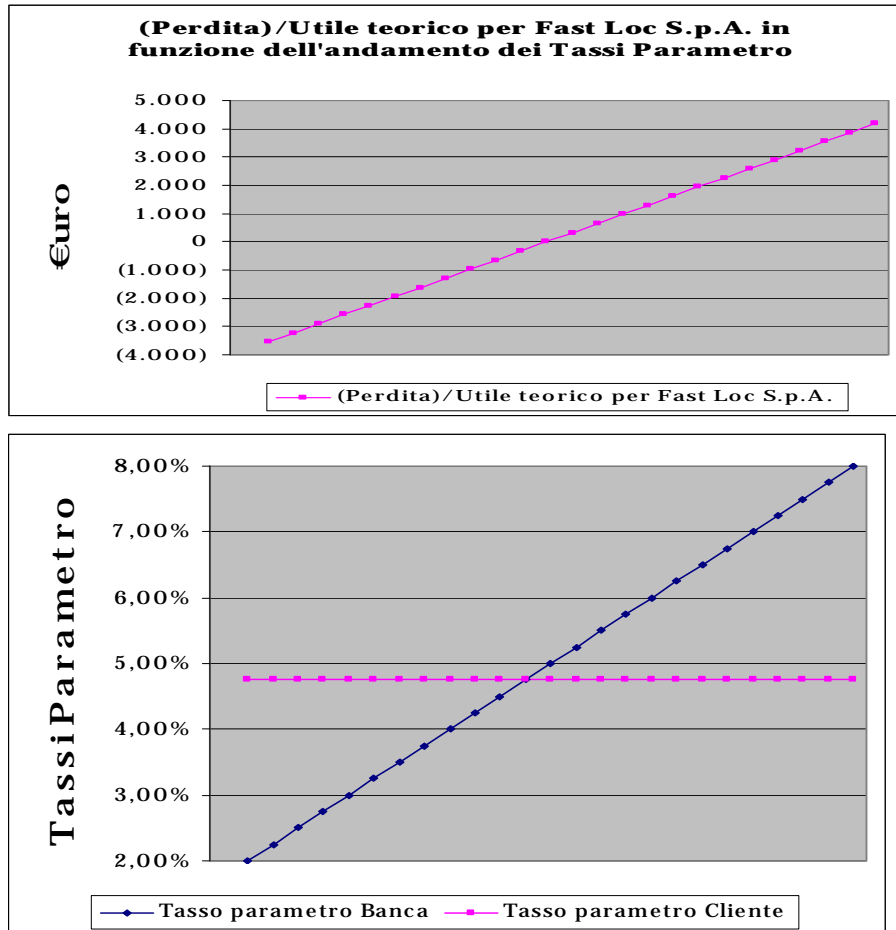
Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 79 30 93 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT



Per il terzo, quarto e quinto anno dal 27 Marzo 2002 al 27 Marzo 2005

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Giorni	Base	Importo Nozionale di Riferimento	Tasso parametro Banca	Tasso parametro Cliente	(Perdita)/Utile teorico per Fast Loc S.p.A.
90	360	516.456,90	2,00%	5,75%	(4.841,78)
90	360	516.456,90	2,25%	5,75%	(4.519,00)
90	360	516.456,90	2,50%	5,75%	(4.196,21)
90	360	516.456,90	2,75%	5,75%	(3.873,43)
90	360	516.456,90	3,00%	5,75%	(3.550,64)
90	360	516.456,90	3,25%	5,75%	(3.227,86)
90	360	516.456,90	3,50%	5,75%	(2.905,07)
90	360	516.456,90	3,75%	5,75%	(2.582,28)
90	360	516.456,90	4,00%	5,75%	(2.259,50)
90	360	516.456,90	4,25%	5,75%	(1.936,71)
90	360	516.456,90	4,50%	5,75%	(1.613,93)
90	360	516.456,90	4,75%	5,75%	(1.291,14)
90	360	516.456,90	5,00%	5,75%	(968,36)
90	360	516.456,90	5,25%	5,75%	(645,57)
90	360	516.456,90	5,50%	5,75%	(322,79)
90	360	516.456,90	5,75%	5,75%	0,00
90	360	516.456,90	6,00%	5,75%	322,79
90	360	516.456,90	6,25%	5,75%	645,57
90	360	516.456,90	6,50%	5,75%	968,36
90	360	516.456,90	6,75%	5,75%	1.291,14
90	360	516.456,90	7,00%	6,90%	129,11
90	360	516.456,90	7,25%	7,15%	129,11
90	360	516.456,90	7,50%	7,40%	129,11
90	360	516.456,90	7,75%	7,65%	129,11
90	360	516.456,90	8,00%	7,90%	129,11

Nell'ultimo periodo contrattuale che, si ricorda, aveva una durata di tre anni, la trasformazione del costo dell'indebitamento da variabile a fisso, avviene per un livello di tasso uguale al 5,75%, mentre l'area di beneficio per Azienda è ulteriormente spostata verso livelli di Tasso Parametro Banca superiori al 5,75%. L'area di utile per Azienda, nella quale si sarebbe verificata la funzione di copertura dal rischio di aumento dei tassi di interesse, risultava determinata per un livello di Tasso Parametro Banca compreso fra il 5,75% ed il 7,00% pari pertanto ad un'oscillazione dell'1,25%.

Infine è importante sottolineare che con il superamento della soglia del 7,00% del Tasso Parametro Banca, a Azienda sarebbe rimasto un modesto beneficio limitato allo 0,10% e quindi la funzione dello strumento di copertura dell'indebitamento a tasso variabile di fatto sarebbe cessata.

Il grafico sotto riportato illustra le perdite e gli utili conseguiti in via teorica in funzione dell'andamento dei Tassi Parametro Cliente e Banca.

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

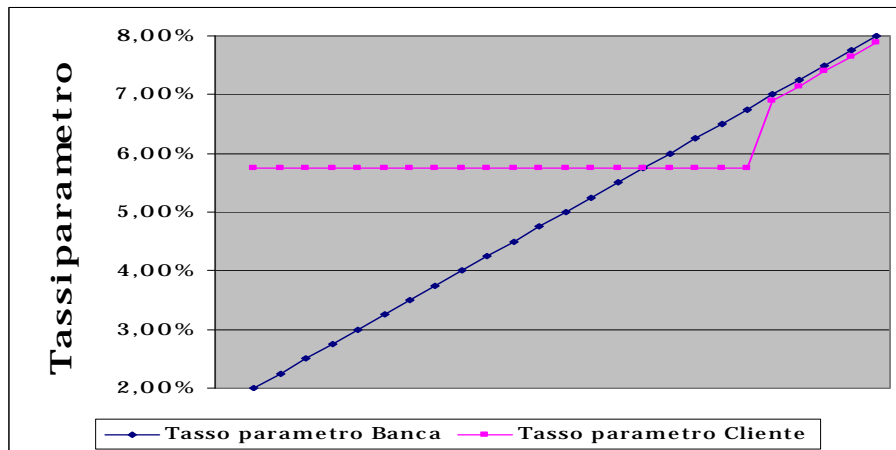
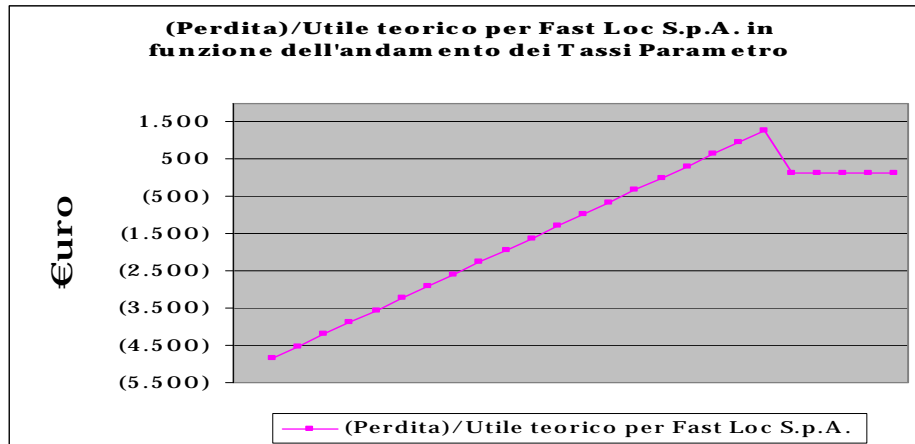
Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT



Il risultato economico del contratto Convertible Swap per la azienda sottoscrittrice. Sulla base dei documenti prodotti il risultato economico ottenuto alle prime cinque scadenze periodiche è stato quello indicato nella tavola che segue.

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 0114305067 - Fax 0114472284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585793093 - Fax 0585791714

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 0658335684 - Fax 0658345571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Data fixing	Inizio periodo	Fine periodo	Giorni	Divisore	Importo Nozionale di Riferimento	Tasso Euribor 3 mesi	Tasso parametro cliente	(Perdita)/Utile per Tap S.r.L.
						Tasso parametro banca		
23/03/2000	27/03/2000	27/06/2000	92,00	360	516.456,90	3,767%	3,75%	22,44
23/06/2000	27/06/2000	27/09/2000	92,00	360	516.456,90	4,529%	3,75%	1.028,15
25/09/2000	27/09/2000	27/12/2000	91,00	360	516.456,90	4,827%	3,75%	1.406,01
21/12/2000	27/12/2000	27/03/2001	90,00	360	516.456,90	4,892%	3,75%	1.474,48
23/03/2001	27/03/2001	27/06/2001	92,00	360	516.456,90	4,574%	4,75%	(232,29)
								3.698,79

Dal prospetto sopra riportato si può evincere che Azienda nel primo anno di esecuzione del contratto ha beneficiato di differenziali positivi, stante il fatto che l'“Euribor 3 mesi” nel periodo considerato è sempre stato superiore al 3,75%. Pertanto si può concludere che per il periodo di effettiva esecuzione del contratto di Convertible Swap, ha assolto la funzione di copertura dal rischio di aumento dei tassi di interesse.

Il differenziale negativo del primo trimestre del secondo anno ha determinato una perdita modesta, ma ha indotto nel caso in esame, l'azienda a cambiare le proprie politiche finanziarie e a cercare una soluzione alternativa con la banca stipulando un contratto derivato denominato Zeta Floater Swap avente le seguenti caratteristiche:

Importo di riferimento (nozionale)	€uro 774.685,35
Durata	5 anni
Data iniziale	19 Luglio 2001
Scadenza finale	19 Luglio 2006
Banca paga	dalla Data iniziale alla Scadenza finale dell'operazione, sull'Importo di riferimento, interessi calcolati con riferimento all'anno civile (giorni effettivi/36000) e al Tasso Parametro Banca, pagati posticipatamente ad ogni Scadenza periodica del Tasso parametro Banca.
Tasso Parametro Banca	Euribor 3 mesi
Azienda paga	dalla Data iniziale alla Scadenza finale dell'operazione, sull'Importo di riferimento, interessi calcolati con riferimento all'anno civile (giorni effettivi/36000) e al Tasso Parametro Cliente, pagati posticipatamente ad ogni Scadenza

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 58345571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

	periodica del Tasso parametro Cliente.
Tasso Parametro Cliente	Evento A: se alla data del fixing il Tasso Parametro Banca (Euribor 3 mesi) è inferiore o uguale al 4,10%, allora Azienda paga tasso fisso del 5,25% più la differenza fra il 4,10 e l'Euribor 3 mesi; Evento B: se alla data del fixing il Tasso Parametro Banca (Euribor 3 mesi) è uguale o superiore al 5,20% allora Azienda paga il tasso fisso del 7,75%; Evento C: se alla data del fixing il Tasso Parametro Banca (Euribor 3 mesi) è compreso fra il 4,10% e il 5,20% esclusi, allora Azienda paga Euribor 3 mesi decurtato del 0,10%.
Scadenze periodiche tassi	Trimestrali a partire dalla Data iniziale
Data di fixing del Tasso Parametro Banca	Secondo giorno lavorativo antecedente ciascuna scadenza periodica del Tasso Parametro Banca (primo fixing 17 Luglio 2001)
Azienda riceve Up front	€uro 19.000

Riflessioni finali

Per quanto attiene alle caratteristiche dei contratti Convertible Swap, sopra analizzato, e Zeta Floater Swap, sinteticamente accennato, e più in generale ai contratti derivati, anche se con maggior enfasi su quelli vertenti sui tassi di interesse, si può notare come gli stessi presentino profili valutativi di assai difficile applicazione pratica.

Tale difficoltà valutativa si estrinseca principalmente in tre fattori che devono poter essere attendibilmente valutati:

- dinamiche di indebitamento dell'azienda interessata;
- dinamiche dei tassi del mercato di riferimento (i.e. quello di approvvigionamento);
- identificazione e documentazione formale della relazione di copertura fra il contratto derivato e il relativo strumento finanziario, unitamente alla dimostrazione di un alta probabilità di efficacia per tutta il periodo di vita dello strumento finanziario.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.



Società Italiana
AUDIT

Se da un lato solo alcune aziende sono dotate della struttura necessaria ad effettuare le sopra ricordate valutazioni, dall'altro lato i mercati finanziari degli ultimi anni hanno proposto con estrema facilità strumenti finanziari sempre più complessi e di difficile gestione; l'esempio preso a spunto delle presenti note unitamente agli scandali finanziari, in gran parte conseguenza di un uso disinvolto di strumenti finanziari derivati deve far riflettere e consigliare un incontro più ponderato fra domanda, da parte delle imprese, e offerta, da parte degli istituti finanziari.

CF/P.IVA 09943030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to



Società Italiana
AUDIT

Per ulteriori chiarimenti sui temi trattati nella presente lettera informativa potete contattare S.I.A. al seguente indirizzo: segreteria@sia.to.

I soci di S.I.A.

Pier Paolo Baldi
+39 06 58 33 56 84
pbaldi@sia.to

Fabio Cramarossa
+39 331 60 82 399
fcramarossa@sia.to

Fabrizio Giurioli Bertolazzi
+39 011 56 20 932
fgiurioli@sia.to

Fulvio Monnanni
+39 345 57 56 436
fmonnanni@sia.to

Franco Nada
+39 011 43 05 067
fnada@sia.to

Fabio Piccoli
+39 0585 79 30 93
fpiccoli@sia.to

Davide Raviola
+39 348 88 78 420
draviola@sia.to

Andrea Rivolta
+39 011 58 08 482
arivolta@sia.to

Le informazioni contenute nella presente lettera sono di natura generale e non intendono riferirsi a particolari circostanze o situazioni; sebbene sia stata posta la massima cura nella predisposizione della presente informativa, non si fornisce nessuna garanzia circa l'accuratezza delle informazioni o la loro applicabilità a casi specifici o che restino valide in futuro. Nessuno deve agire sulla base di tali informazioni senza aver preventivamente richiesto un apposito parere professionale.

CF/P.IVA 099/3030016 - Registro Imprese Torino - REA N. 1093140 - Capitale Sociale Euro 18.000,00 I.V.

SIA Società Italiana **AUDIT** S.r.l.

Via Pinasca, 5 - 10138 Torino (TO)
Tel. 011 4305067 - Fax 011 44 72 284

Via Dorsale, 9 - 54100 Massa (MS)
Tel. 0585 793093 - Fax 0585 79 17 14

Via M. Schipa, 4 - 00179 Roma (RM)
Tel. 06 58335684 - Fax 06 5834 5571

segreteria@sia.to - www.sia.to