

# MANUALE TASSI & DERIVATI



**MANUALE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO TASSI**

**Educational Aritma I.F. ( sez\_ 011)**

---

**(aggiornato a febbraio 2011)**

- 1) ASPETTI INTRODUTTIVI E ANALISI DELL'ATTUALE CONTESTO**
  - **Aspetti introduttivi**
  - **La situazione attuale**
  
- 2) TASSI IMPLICITI: DEFINIZIONI E FINALITA' PRATICHE**
  
- 3) LA VALUTAZIONE DEL RISCHIO TASSI PER L'IMPRESA**
  
- 4) STRUMENTI DI COPERTURA**
  - **Interest rate swap**
  - **Interest rate cap**
  - **Interest rate collar**
  - **Forward rate agreement (Fra)**
  - **Future Euribor 3 mesi**
  - **Altri strumenti**
  
- 5) L'APPROCCIO OPERATIVO: MODALITA' DI VALUTAZIONE DELLE OPPORTUNITA' E DELLE OFFERTE BANCARIE**

## 1) ASPETTI INTRODUTTIVI E ANALISI DELL'ATTUALE CONTESTO

### Aspetti introduttivi

I rischi finanziari di tesoreria sono costituiti dal “rischio” che i mercati finanziari possano evolversi in direzione opposta alle aspettative dell'azienda, comportando delle ripercussioni negative sui conti aziendali. Con riferimento ai tassi di interesse, il rischio finanziario per l'azienda si configura in questi termini: se i tassi salgono, aumenta il costo dei finanziamenti, pertanto gli oneri finanziari peseranno nel bilancio d'esercizio più di quanto preventivato a budget.

I tassi di interesse rappresentano per l'azienda il costo del denaro, cioè il prezzo per acquisire le risorse finanziarie. L'azienda si trova quindi di fronte al problema se “fissare” subito il costo di tale risorsa o rinviare il problema, restando, come si dice, a mercato (cioè a tasso variabile). In tal caso, se i tassi sono saliti, il costo risulterà superiore a quanto preventivato, mentre se i tassi sono nel frattempo scesi, il costo potrebbe anche risultare inferiore rispetto ai dati di budget.

La scelta fra tasso fisso e tasso variabile non viene presa esclusivamente al momento dell'accensione di un nuovo finanziamento, ma può anche essere posticipata con l'obiettivo di cogliere delle successive opportunità favorevoli. Utilizzando i relativi strumenti derivati (IRS), è possibile trasformare il costo di un finanziamento a tasso variabile (cioè indicizzato all'Euribor) in un costo a tasso fisso, sfruttando a tal fine le condizioni di mercato che l'azienda considera adeguate alle sue esigenze.

### La situazione attuale (febbraio '11; aggiornamento trimestrale)

La situazione attuale vede i tassi a breve termine ancora vicino ai minimi storici registrati nel corso del 2010 (minimo storico aprile allo 0,576%). L'Euribor 3 mesi attuale è all'1,1%. La tendenza è comunque al rialzo, specie dopo i recenti allarmi inflattivi a seguito del rialzo del tasso di inflazione europeo al di sopra del 2% (2,4% l'inflazione tendenziale flash di gennaio 2011).

L'attuale livello dei tassi ufficiali Bce (Pronti contro termine) è all'1%, tasso vigente da giugno 2009.

Il mercato si attende un primo rialzo all'1,25% a partire dall'estate 2011 come si evince dai tassi Future Euribor 3 mesi e dai tassi impliciti Ois (overnight index swap).

Il dilemma degli operatori è quindi : tenersi sul variabile e sperare di beneficiare il più a lungo possibile di bassi tassi di interesse, oppure trasformare in fisso pagando molto di più, ma chiudere il rischio?

Il mercato ha ovviamente recepito il nuovo contesto macro, spingendo i tassi fissi a medio/lungo (cosiddetti tassi IRS) su livelli decisamente più elevati di quelli dell'anno scorso.

Il tasso IRS a 10 anni corrente è pari al 3,55% che si confronta con una tasso medio 2010 del 3,04% (minimo 2010 al 2,35% a fine agosto; massimo 2010 al 3,59% a inizio gennaio).

Attuale struttura tassi interbancari (quotazioni del 9/2/2011):

Euribor 3 mesi:	1,09%.
Euribor 6 mesi:	1,35%
Euribor 12 mesi	1,70%
IRS 3 anni:	2,44%
IRS 5 anni:	2,92%
IRS 10 anni:	3,54%
IRS 20 anni:	3,93%
IRS 30 anni	3,76%

## **2) TASSI IMPLICITI: DEFINIZIONI E FINALITA' PRATICHE**

Confrontando due tassi di interesse, relativi a durate temporali differenti, è possibile calcolare un tasso che costituisca il punto di pareggio fra le due alternative. Tale valore, essendo "incorporato" nel livello dei tassi confrontati, viene definito tasso "implicito" e coincide con le aspettative che il mercato esprime, in quel momento, sull'evoluzione dei tassi di interesse.

**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F . /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

L'ipotesi metodologica più semplice parte dal confronto fra due operazioni finanziarie "zero coupon", ovvero senza flussi di cassa intermedi. L'esempio più calzante è costituito dal confronto fra due finanziamenti monetari (durata massima: 12 mesi), ciascuno dei quali preveda due soli flussi di cassa: l'erogazione del finanziamento al tempo zero e il rimborso del nominale più il pagamento degli interessi alla scadenza dell'operazione.

Si confrontino le seguenti alternative:

- a) Finanziamento a 3 mesi, capitale 1.000, tasso nominale annuo 1,1%.
- b) Finanziamento a 6 mesi, capitale 1.000, tasso nominale annuo 1,3%.

L'azienda può finanziarsi direttamente a 6 mesi (restituendo a scadenza un montante di 1006,50), oppure finanziarsi a 3 mesi (restituendo un montante di 1002,75) e rifinanziare per altri 3 mesi il nuovo capitale di 1002,75. Il tasso implicito non è altro che quel tasso che mette in relazione il capitale di 1002,75 con un montante finale di 1006,75 per un arco temporale di tre mesi.

Pertanto:  $((1006,50/1002,75)-1)*(360/90)*100 = 1,496\%$ .

Più in generale la formula dei tassi impliciti (mercato monetario) è la seguente:

Tasso implicito =  $((1+(TL/36000 * GGL))/(1+(TC/36000 * GGC)))-1 * (36000/(GGL-GGC))$

Dove:

TL = tasso di interesse della scadenza lunga.

TC = tasso delle scadenze corte.

GGL = durata (in giorni) della scadenza lunga.

GGC = durata della scadenza corta.

I tassi impliciti, definibili tassi FRA (Forward Rate Agreement) o tassi Future a seconda dello strumento finanziario che li rappresenta, **possono essere letti come l'espressione delle attese del mercato circa l'evoluzione dei tassi stessi**. Nell'esempio, il mercato si attende che il tasso trimestrale, in quel momento al 1,1%, risulti dopo 3 mesi pari al 1,496%.

Applicando la formula a tutte le possibili combinazioni di confronto fra i tassi spot delle diverse scadenze, si ottengono infiniti tassi impliciti: si può quindi affermare che la curva dei tassi spot incorpora i tassi attesi dal mercato. Anzi, si può addirittura

concludere che sono i tassi attesi (impliciti) a determinare il livello della curva spot, attraverso l'algoritmo sopra descritto, percorso però in senso contrario.

Passando a confrontare fra loro operazioni finanziarie con durata pluriennale, nel calcolo dei tassi impliciti si è inizialmente ostacolati dall'esistenza di flussi di cassa intermedi (cedole periodiche nel caso di obbligazioni, pagamenti dei differenziali nel caso di swap, etc.). Infatti i tassi di interesse per scadenze pluriennali sono, in genere, di tipo I.R.R. (rendimenti effettivi a scadenza) e non di tipo zero coupon.

Si oltrepassa questo ostacolo grazie alla possibilità, offerta dalla matematica finanziaria, di trasformare ogni tasso di tipo I.R.R. in un corrispondente tasso zero coupon. Dando per assodato questo passaggio, vale quindi una proprietà transitiva: i tassi impliciti si calcolano fra tassi zero coupon; ogni tasso I.R.R. può essere trasformato in un tasso zero coupon che gli corrisponde; quindi i tassi impliciti possono essere direttamente calcolati anche fra tassi I.R.R.. La formula per il calcolo dei tassi impliciti, relativi al confronto fra operazioni pluriennali, è la seguente:

$$\text{Tasso implicito} = \left( \frac{((1+TL/100)^{DL})}{((1+TC/100)^{DC})} \right)^{1/(DL-DC)} - 1 \cdot 100$$

Dove:

TL = tasso di interesse della scadenza lunga.

TC = tasso di interesse delle scadenza corta.

DL = durata della scadenza lunga.

DC = durata della scadenza corta.

Questa metodologia consente di calcolare tassi impliciti di tipo monetario (esempio: trimestrali) anche fra scadenze superiori all'anno. Ne consegue che la curva dei tassi di medio-lungo incorpora, per definizione, anche i livelli impliciti dei tassi monetari.

Per esempio, si può calcolare un FRA 15x18 (tasso trimestrale che parte fra 15 mesi).

Più semplice sotto il profilo matematico è il calcolo dei tassi impliciti fra tassi di swap. Si tratta di tassi annui, cioè relativi ad intervalli temporali annuali, che rappresentano i punti di pareggio fra tassi riferiti ad operazioni di swap con durate differenti.

**Esempio:**

**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

Quotazioni interbancarie dei tassi di swap (ipotesi):

3 anni: 2,45%

5 anni: 2,92%

Il punto di pareggio (tasso annuo) sarà pari a:

Tasso implicito =  $((5*2,92\%)-(3*2,45\%))/2 = 3,62\%$

Si può concludere che il mercato ipotizza pari al 3,62% il tasso a 2 anni fra 3 anni.

### ***CONCLUSIONI OPERATIVE***

**Per un'azienda poter individuare i tassi impliciti è fondamentale nella definizione delle scelte operative fra le differenti alternative di finanziamento e di copertura.**

Infatti:

- 1) Con riferimento all'operatività entro i 12 mesi (mercato monetario), i tassi impliciti indicano i livelli attesi e permettono all'azienda di scegliere una scadenza corta o lunga per il finanziamento in esame.
- 2) Nel campo del medio-lungo termine, i tassi impliciti consentono di individuare la durata ritenuta ottimale per le operazioni di copertura del rischio tassi, mediante lo strumento classico dell'Interest Rate Swap, i cui tassi sono pari, per definizione, alla media dei tassi impliciti.

**UN ESEMPIO DI STRUTTURA DEI TASSI FORWARD RICAVABILI CON  
LA FORMULA DEI TASSI IMPLICITI**  
(riferita al 09/02/2011)

<b>TASSI FORWARD EURIBOR 3 MESI</b>				
Feb 2011	1,09 (spot)		Feb 2021	4,41
Feb 2012	2,13		Feb 2022	4,57
Feb 2013	2,66		Feb 2023	4,49
Feb 2014	3,12		Feb 2024	4,59
Feb 2015	3,49		Feb 2025	4,5
Feb 2016	3,76		Feb 2026	4,25
Feb 2017	3,93		Feb 2027	4,2
Feb 2018	4,07		Feb 2028	4,13
Feb 2019	4,16		Feb 2029	4,04
Feb 2020	4,28		Feb 2030	3,93

La struttura dei tassi impliciti Euribor 3 mesi, oltre ad essere calcolabile sulla base delle formule sopra illustrate, può essere ottenibile dai tassi incorporati nelle quotazioni dei contratti Future Euribor 3 mesi quotati ufficialmente sul mercato Liffe. Le quotazioni di questi contratti coprono un arco temporale limitato ai 5 anni: sono infatti attive sul mercato 22 scadenze: due mesi di calendario più vicini e poi le scadenze di marzo – giugno - settembre e dicembre di ogni anno fino al quinto anno. Il tasso viene calcolato come differenza tra 100 e la quotazione del Future.

---

**UN ESEMPIO DI STRATEGIA DI FINANZIAMENTO E DI COPERTURA**

Tenuto conto della sopradescritta struttura dei tassi impliciti, l'operatore dispone dei dati sui quali ragionare. Egli, infatti, dovrà scegliere quale opzione seguire:

**ARITMA I.F. S.r.l.**

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

- Se ritiene che i tassi impliciti siano "ottimistici" (ovvero se pensa che i tassi risulteranno superiori alle attuali stime di mercato) tenderà ad allungare quanto possibile la durata del finanziamento, perchè in tal modo "blocca" livelli di tasso migliori rispetto alle sue stime sull'evoluzione futura dei tassi stessi.

- Viceversa, se ritiene che i tassi impliciti siano "pessimistici" (ovvero se ha previsioni circa l'evoluzione dei tassi più rosee di quelle del mercato) dovrà tenere corti i finanziamenti, perchè in tal modo rinnoverà gli stessi a tassi inferiori a quelli oggi compresi nella curva dei tassi spot.

Riprendendo l'esempio iniziale (Euribor spot: 3 mesi 1,1%; 6 mesi 1,3%), l'operatore dovrà, in estrema sintesi, operare le seguente scelta:

- a) Se ritiene che l'Euribor 3 mesi fra 3 mesi **sarà superiore** all'1,496% (tasso implicito), opererà per un finanziamento a 6 mesi.
- b) Se ritiene che l'Euribor 3 mesi fra 3 mesi **sarà inferiore** all'1,496%, si finanzia a 3 mesi e rinnoverà per i successivi 3 mesi al tasso di mercato di quel momento.

Infine, dovendo scegliere la durata di uno swap come copertura del rischio tassi su massa debitoria già in essere (evidentemente parametrata sul variabile), si può ragionare sul punto di pareggio (tasso annuo) ottenuto confrontando i tassi di swap di due differenti scadenze. Nell'esempio prima riportato (3 anni: 2,45%; 5 anni: 2,92%) il punto di pareggio si posiziona al 3,62%.

Pertanto:

- a) Se l'operatore ritiene che il tasso per uno swap a 2 anni con partenza fra 3 anni **sarà superiore** al 3,62%, dovrà coerentemente preferire la copertura diretta mediante swap a 5 anni con partenza spot.
- b) Se, viceversa, l'operatore ritiene che il tasso di swap a 2 anni con partenza fra 3 anni **sarà inferiore** al 3,62%, sarà portato a stipulare uno swap a 3 anni con partenza spot, rinnovandolo con un successivo swap a 2 anni (al tasso vigente a quel punto sul mercato).

### 3) LA VALUTAZIONE DEL RISCHIO TASSI PER L'IMPRESA

Si è già appurato che il rischio tassi di interesse a carico dell'impresa è costituito dal possibile aumento degli oneri finanziari derivanti da un rialzo dei tassi di interesse. In altri termini, se all'accensione del finanziamento, i tassi di interesse oscillano, ad

esempio, a cavallo del 3,5%, l'azienda ha messo a budget un certo importo di oneri finanziari per ogni esercizio di competenza. Se negli anni successivi i tassi di mercato sono saliti, gli oneri finanziari peseranno sui rispettivi bilanci d'esercizi più di quanto preventivato a budget.

Quando si accende un finanziamento, si tende a scegliere il tasso variabile, in quanto è l'ipotesi psicologicamente più diretta: in pratica l'impresa sta a mercato (cioè seguirà l'andamento dei tassi di mercato), e ragiona solo sullo spread, cioè sul ricarico che le chiede l'intermediario. Tale scelta permette di seguire l'eventuale ribasso dei tassi di mercato, trovandosi minori costi futuri non preventivati, ma espone al rischio di dover subire passivamente maggiori costi finanziari.

Viceversa scegliendo un finanziamento a tasso fisso, l'azienda mette a budget un costo certo, che (tradotto in termini molto semplici) non potrà ridursi né aumentare. Ciò consente all'aziende di disporre di dati più sicuri in termini di programmazione finanziaria del business cui è agganciato il finanziamento in questione. Tuttavia, passando completamente al tasso fisso si annullano i benefici economici che il tasso variabile comporterebbe in caso di mancato rialzo dei tassi oltre i livelli impliciti incorporati nelle quotazioni IRS.

Più in generale, la valutazione sopra descritta deve essere di massima essere valutata in relazione ad uno specifico finanziamento, avendo comunque come riferimento l'intera massa debitoria dell'impresa: esistono quindi **coperture cosiddette "bacciate" o "parallele"** ed altre riferite allo **stock di debito**. Nel primo caso la copertura fa riferimento ad un finanziamento ben definito (con eventuale piano di ammortamento), nel secondo caso, invece, l'azienda si copre dall'aumento degli oneri finanziari riferito al complessivo stock del debito.

**La definizione del mix di protezione dal rischio tassi (importo e durata), può dipendere anche dalle politiche di bilancio (ad esempio favorire il conto economico dell'esercizio in corrente), dal settore in cui opera l'azienda (eventuale correlazione tra andamento dei tassi di interesse e sviluppo del business) e al tipo di investimento a cui l'investimento si riferisce (eventuale necessità di avere flussi passivi certi).**

### **ESEMPIO DI VALUTAZIONE RISCHIO TASSI E METODOLOGIA OPERATIVA**

Una azienda presenta ad oggi la seguente situazione:

- Debiti a breve:	5.000
- Debiti a M/L:	6.000

**ARITMA I.F. S.r.l.**

- di cui a tasso variabile:	5.000	
- Leasing:		4.000
- di cui indicizzati:	3.000	
STOCK DEBITO TOTALE:		15.000
- di cui indicizzato:	13.000	

Sulla base dei piani di ammortamento dei mutui e dei leasing, nonché del business plan, l'azienda prevede uno "zoccolo duro" di debito indicizzato all'Euribor 3 mesi per i prossimi 5 anni di: 8.000.

In tale situazione, l'azienda potrà sostenere che si trova esposta al rischio tassi quanto meno su uno stock di 8.000 (a prescindere da ulteriori fabbisogni futuri). L'azienda decide di coprire il 50% di tale stock debitorio, impostando una copertura mediante IRS a 5 anni riferita ad un nozionale di 4.000, pagando un tasso fisso (ipotesi) del 2,90% contro Euribor 3 mesi (attualmente 1,10%).

#### EFFETTO DELL'OPERAZIONE

- Tasso medio corrente sulle forme di indebitamento (ipotesi): 3,10%
- Spread implicito pagato sull'Euribor attuale: 2% (3,10% - 1,10%).
- Tasso fisso indicativo della provvista sulla parte coperta: 4,9% (2,9% + 2%).

Quest'ultimo dato può essere giustamente riferito alla percentuale del debito coperto, senza sindacare sulla natura degli strumenti debitori che la compongono, in quanto i relativi tassi si muoveranno comunque in misura coerente con l'andamento dell'Euribor oggetto della copertura. In altri termini, non è importante individuare se la parte oggetto della copertura è costituita da scoperto di conto, forme finanziarie o da mutui a medio-lungo, in quanto i loro costi contribuiscono a determinare il tasso medio attuale pari al 3,10%.

In realtà, occorre sottolineare che lo spread pagato sul debito a m/l contrattualizzato (finanziamenti e leasing indicizzati all'Euribor) è un dato certo, mentre quello pagato sulla provvista a breve (SBF, Anticipi Fatture, etc.) può variare nel tempo, andando a modificare le condizioni rispetto al momento in cui si sono effettuate le coperture.

---

#### **ARITMA I.F. S.r.l.**

Si può quindi concludere che quando si valutano coperture sul rischio tassi, sarebbe opportuno pianificarle relativamente ad un importo nominale riferito (o riferito in gran parte) ad un corrispondente “stock di debito” a medio-lungo contrattualizzato (cioè costituito da finanziamenti e leasing indicizzati all’Euribor), perché è certo il relativo spread pagato rispetto all’Euribor stesso. In tal caso l’effetto copertura del rischio tassi mediante Interest Rate Swap può considerarsi pienamente coerente con l’operazione.

Meglio se nell’ambito dello stock di debito vado ad individuare specifiche operazioni di finanziamento o leasing da coprire con IRS “ad ammortamento cosiddetto parallelo o baciato”.

In termini pratici, tornando all’esempio, risulta più opportuno, anziché effettuare un IRS a 5 anni di 4.000, effettuare una o più operazioni di IRS legate a mutui e leasing in essere (per esempio su 6.000), verificando che il relativo debito medio soddisfi l’obiettivo prestabilito di copertura media di 4.000, ovvero il 50% dello “zoccolo duro” di debito indicizzato all’Euribor.

L’approccio descritto vale sia per quanto riguarda finanziamenti e leasing già in essere sia quelli di nuova accensione. Per questi ultimi, se si è orientati al fisso, conviene confrontare la quotazione della Banca/Istituto direttamente a tasso fisso con la quotazione ottenibile tramite il finanziamento a tasso variabile e la copertura IRS parallela. **In questo caso l’utilizzo di un derivato può rappresentare una oggettiva e reale opportunità.**

#### 4) STRUMENTI DI COPERTURA

##### INTEREST RATE SWAP

**Definizione:** L’IRS (detto anche swap) è un contratto mediante il quale l’azienda e l’intermediario si impegnano a scambiarsi nel tempo flussi contrapposti di pagamento, di cui uno è a tasso fisso e l’altro a tasso variabile, ancorato ad un parametro precisato contrattualmente (in genere, Euribor a 3 o 6 mesi). Non c’è scambio di capitali, ma solo di flussi corrispondenti al differenziale fra i due interessi (uno fisso ed uno variabile), riferiti ad un capitale nozionale definito contrattualmente.

L’IRS è lo strumento più utilizzato per la copertura rischio tassi.

**Finalità:** Quando l'impresa teme il rialzo dei tassi, anzichè rimborsare i finanziamenti in essere a tasso variabile (per riaccenderli a tasso fisso), può affiancarli con gli swap. In tal modo l'azienda, incassando o pagando un differenziale rispetto al parametro variabile (in genere Euribor) trasforma il costo variabile in un costo fisso. In tal modo si evitano rialzi di tali costi oltre certi livelli, ma si rinuncia ad eventuali ribassi connessi a possibili cali del parametro.

Quando l'azienda è interessata ad un nuovo finanziamento a tasso fisso, scopre di poter ottenere un risultato migliore negoziando il tasso variabile Euribor sul finanziamento e stipulare un contratto IRS "parallelo", con la stessa Banca finanziatrice o con altra Banca.

#### **Elementi di un Interest Rate Swap:**

- Capitale nozionale;
- Data di stipula del contratto;
- Data di inizio (può differire rispetto alla stipula);
- Data scadenza del contratto;
- Date dei pagamenti, ovvero scadenze intermedie in cui vengono scambiati gli interessi;
- Il parametro di indicizzazione (in genere Euribor 3 o 6 mesi);
- Fixed Rate Player: la controparte che paga fisso (in genere l'azienda);
- Floating Rate Player: la controparte che paga variabile (in genere la Banca).

#### **Importo scambiato periodicamente, anche detto differenziale :**

$$((TV-TF)/100)*CN*(GG/360)$$

A carico dell'intermediario se positivo (TV>TF).

A carico dell'azienda se negativo (TV<TF);

#### **Legenda:**

TV = tasso di interesse variabile.

TF = tasso di interesse fisso.

CN = capitale nozionale.

GG = periodo di competenza (giorni effettivi).

**Esempio:**

Caratteristiche di un contratto IRS:

Capitale nozionale: 2.500.000 Euro.

Durata: 60 mesi.

Tasso fisso di swap: 2,92%.

Parametro del variabile: Euribor 6 mesi.

Pagamenti dei differenziali in via posticipata semestrale sulla base di giorni 365/360.

Calcolo dei differenziali per il primo semestre 09/02/2011-08/08/2011 (giorni effettivi: 180).

Euribor 6 mesi spot (ES: fixing del 09/02/2011): 1,35%.

A fine semestre l'azienda **pagherà**:  $((1,35-2,92)/100)*2.500.000*(180/360) = 19.625,00$  Euro

Calcolo dei differenziali per il secondo semestre 09/08/2011-08/02/2012 (giorni effettivi: 183).

· Prima ipotesi = Euribor 6 mesi (**Ipotesi** al 08/02/12): 3,20%.

L'azienda **incasserà**:  $((3,20-2,92)/100)*2.500.000*(183/360) = 3.558,33$  Euro.

· Seconda ipotesi = Euribor 6 mesi (**Ipotesi** al 31/07/06): 2,7%.

L'azienda **pagherà**:  $((2,7-2,92)/100)*2.500.000*(183/360) = 2.795,83$  Euro.

Più in generale, pagando o incassando un periodico differenziale rispetto al tasso di swap, l'azienda "fissa" il livello del parametro variabile (in questo caso, Euribor 6 mesi)

**Effetto dell'operazione:**

L'utilizzo dell'IRS come copertura del rischio tassi può rispondere a due differenti esigenze:

1) Si può utilizzare l'IRS per coprire un singolo e ben definito finanziamento trasformandolo da tasso variabile in tasso fisso (addirittura sposando perfettamente il piano di ammortamento del finanziamento).

Esempio: finanziamento a tasso variabile base Euribor 6 mesi più spread dell'1,50%.

Se si stipula un IRS per 5 anni al 2,92%, il costo del finanziamento viene trasformato in tasso fisso pari al 4,42% annuo (2,92% più 1,50% di spread sul finanziamento).

2) Con l'IRS è anche possibile coprire il rischio tassi con riferimento ad una massa debitoria aziendale, composta da numerose e differenti tipologie di operazioni (finanziarie ed anche commerciali), il cui costo complessivo è, direttamente o indirettamente, collegato all'Euribor.

Se l'azienda confronta, a posteriori, l'importo pagato degli oneri finanziari (relativi alla sola provvista a tasso variabile) con il livello registrato dal parametro Euribor, può definire lo spread mediamente pagato rispetto al parametro stesso. Bloccando parte della provvista (a tasso variabile) con l'IRS, l'azienda ne trasforma il relativo costo in tasso fisso.

### **Condizioni di mercato**

I tassi di swap possono essere equiparati a tassi su impieghi interbancari a medio/lungo termine. I movimenti dei tassi IRS sono condizionati dall'evoluzione dei rendimenti dei Titoli di Stato a tasso fisso (il Bund tedesco è il benchmark di riferimento), con uno spread rispetto agli stessi che può ampliarsi o contrarsi, a seconda del grado di rischio vigente sul mercato interbancario.

Per il meccanismo dei tassi impliciti, **i tassi IRS incorporano le attese del mercato sull'evoluzione dell'Euribor in un arco temporale di medio-lungo termine.**

### **Costo effettivo**

Lo swap, per sua natura, non presuppone un costo esplicitamente citato nel contratto, bensì un costo implicito che può essere individuato solo conoscendo le relative metodologie di calcolo.

Non esiste un fixing dei tassi IRS, ma gli scambi sul mercato non ufficiale generano tassi rilevabili sulle principali fonti di informazione (Reuters e Bloomberg in tempo reale mentre sul Sole24 ore sono riferite alla media delle contrattazioni del pomeriggio del giorno precedente).

---

## **ARITMA I.F. S.r.l.**

Le quotazioni standard pubblicate prevedono la modalità di calcolo degli interessi a tasso fisso nella forma “annual bond basis” cioè annuo posticipato con divisore 360 – 360, contro Euribor 6 mesi 365 – 360, regolato semestralmente.

Le quotazioni effettivamente praticate alle imprese, seguono la struttura vigente sulle forme di finanziamento: la più frequente è il tasso fisso trimestrale 365 – 360, contro Euribor 3 m 365 – 360. La conversione del tasso standard (quella de “Il Sole 24 Ore”) nella forma comunemente applicata alle imprese, comporta un tasso inferiore che attualmente si aggira attorno ai 20 bp per due motivi: diverso regime di capitalizzazione; strutturale differenza tra Euribor 6 mesi e Euribor 3 mesi.

Se la Banca mi applica la quotazione standard de “Il Sole 24 Ore”, con la suddetta modalità Fisso trimestrale contro Euribor 3 mesi, lucra già in partenza un differenziale favorevole oggi quantificabile in 20 bp annui.

#### **IL PRICING DELL’IRS E’ COSI’ DETERMINATO**

- **Quotazione “best price” di mercato (media denaro – lettera), secondo la modalità di calcolo concordata (esempio Fisso trim. 365 – 360, contro Euribor 3 mesi 365 – 360, attualmente inferiore di 20 bp a quella standard pubblicata).**
- **La quotazione “best price” dipende dalla durata dell’operazione, dall’eventuale piano di ammortamento del capitale nozionale e dell’eventuale decorrenza differita dell’operazione. Un IRS con capitale nozionale ad ammortamento presenta un tasso tanto più basso rispetto a quella standard cosiddetta “bullet” o “plain vanilla”, quanto più sia inclinata positivamente la curva dei tassi.**
- **Cost of hedging: normalmente 2 bp, ovvero il costo sostenuto dalla Banca per un IRS “uguale e contrario”, ovvero per coprirsi a sua volta sul mercato.**
- **Credit Spread: il margine effettivo, ovvero il guadagno annuo. Il range normale può oscillare tra lo 0,10% e lo 0,30% a seconda della forza contrattuale dell’azienda. Da segnalare che gli spread su tali operazioni devono essere molto più bassi di quelli ottenuti sui finanziamenti, perché di gran lunga inferiore è il rischio della Banca che rischia solo il mancato pagamento dei differenziali sui tassi e non il capitale nozionale.**

#### **STRUTTURA DELLE QUOTAZIONI IRS**

09/02/11

**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F . /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

DURATA	3Y	5Y	7Y	10Y	18Y
<b>IRS STANDARD annuo posticipato 360/360 vs Euribor 6 mesi 365/360</b>					
	<b>2,43</b>	<b>2,90</b>	<b>3,23</b>	<b>3,54</b>	<b>3,93</b>
<b>IRS "BULLET" (senza ammortamento) vs Euribor 3 mesi</b>					
<b>BEST PRICE</b>	<b>2,22</b>	<b>2,69</b>	<b>3,02</b>	<b>3,33</b>	<b>3,72</b>
+ spread 0,10	2,32	2,79	3,12	3,43	3,82
+ spread 0,20	2,42	2,89	3,22	3,53	3,92
+ spread 0,30	2,52	2,99	3,32	3,63	4,02
<b>IRS con ammortamento rate trimestrali costanti vs Euribor 3</b>					
<b>BEST PRICE</b>	<b>1,91</b>	<b>2,29</b>	<b>2,57</b>	<b>2,88</b>	<b>3,36</b>
+ spread 0,10	2,01	2,39	2,67	2,98	3,46
+ spread 0,20	2,11	2,49	2,77	3,08	3,56
+ spread 0,30	2,21	2,59	2,87	3,18	3,66

Per un'azienda è bene disporre di coperture sulla propria massa debitoria, specie se di importo ingente, non fosse altro per l'esigenza di predefinire con una certa precisione il peso degli oneri finanziari sull'attività industriale. L'IRS costituisce l'alternativa più semplice per predisporre le relative coperture, anche da un punto di vista operativo. In fase di negoziazione è molto importante che l'azienda valuti la congruità dei tassi (spread implicito a favore della banca) con la metodologia sopra esposta.

## INTEREST RATE CAP

### **Definizione:**

Con l'opzione Cap sui tassi l'azienda paga un premio a pronti, oppure più comunemente un premio annuale, ed acquisisce il diritto di ricevere il differenziale fra l'Euribor ed un livello strike, ma solo nei periodi in cui l'Euribor risulta superiore a detto strike. Nulla è dovuto quando l'Euribor risulta inferiore allo strike. Si tratta di uno strumento di copertura più sofisticato degli swap, per cui va concepito come un'alternativa delle coperture strutturali impostate mediante swap.

### **Finalità:**

A differenza degli swap, che impegnano per tutto il periodo a pagare un tasso fisso anche in fasi di ribasso del parametro, i Cap fanno parte di una categoria di strumenti, che nel linguaggio corrente vengono chiamati OPZIONI sui tassi, anche se in realtà non sono delle vere e proprie opzioni. **Questi strumenti consentono comunque all'azienda di plafonare il rialzo dei costi finanziari entro un**

**ARITMA I.F. S.r.l.**

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

**predefinito livello, mantenendo la possibilità di beneficiare dell'eventuale ribasso dei tassi di mercato.** Anche per le opzioni sui tassi, così come per gli swap, vale il concetto che si tratta di strumenti che si affiancano ai finanziamenti in essere a tasso variabile: su questi ultimi l'azienda paga oneri di volta in volta variabili in funzione dell'andamento del parametro, ma vede contenuto, entro un certo livello, l'eventuale rialzo di tali costi, quando appunto scatta l'opzione.

**Caratteristiche:**

I Cap comportano l'esborso iniziale di un premio una tantum. Ai fini di valutazione delle opzioni, è utile calcolare l'incidenza annua del premio pagato all'inizio. L'incidenza annua è condizionata dalla durata temporale dell'opzione: un premio (di pari importo assoluto) comporterà un'incidenza annua inferiore per un Cap di durata superiore.

**Condizioni di mercato:**

L'entità del premio, che rappresenta in parole povere il costo esplicito dell'opzione, è condizionata dalla volatilità del parametro sottostante (cioè l'Euribor) e dalla durata temporale dell'opzione stessa. Il premio viene calcolato in genere con gli algoritmi utilizzati per tutte le categorie di opzioni (il più utilizzato fra gli algoritmi è la formula di Black & Scholes). Non esistono prezzi ufficiali dei Cap, ma quotazioni (in acquisto e in vendita) aggiornate a cura degli operatori che li trattano e rilevate presso le principali fonti di informazioni finanziarie (Reuters, Bloomberg). **Il margine aggiunto dalle banche proponenti è spesso superiore al "credit spread" lucrato sugli IRS.**

**Costo effettivo:**

**Più che l'entità assoluta del premio, per l'azienda conta l'incidenza annua dello stesso. Quest'ultima infatti, sommata al livello strike,** consente di definire l'esatto costo massimo annuo della copertura ottenuta mediante Cap (esempio: strike 5%; incidenza 0,25%; costo massimo annuo: 5,25%).

**Se invece si sottrae l'incidenza annua al tasso IRS di pari durata si ottiene il livello di break even del parametro Euribor, valore importante nella scelta se coprirsi con un IRS o con un Cap.**

**Infatti se l'Euribor di periodo sarà inferiore al break even, il Cap risulterà meno costoso dell'IRS; viceversa, se l'Euribor sarà superiore al break even, sarebbe stato meglio scegliere l'IRS.**

**Coperture Irs e Cap (best price): valutazioni comparative: quotazioni 09/02/11**

	3Y	5Y	7Y	10Y	18Y
STRIKE CAP	2,35	2,80	3,10	3,40	3,75
Premio annuo CAP "best price"	0,47	0,65	0,75	0,85	0,98
TASSO MAX CAP	2,82	3,45	3,85	4,25	4,73
IRS BEST PRICE	2,22	2,69	3,02	3,33	3,72
Tasso Max CAP - IRS	0,60	0,76	0,83	0,92	1,01
EURIBOR di "break even"	1,75	2,04	2,27	2,48	2,74
<b>CON PIANO DI AMMORTAMENTO A RATE TRIMESTRALI COSTANTI</b>					
	3Y	5Y	7Y	10Y	18Y
STRIKE CAP	2,05	2,40	2,70	3,00	3,45
Premio annuo CAP "best price"	0,38	0,52	0,63	0,73	0,87
TASSO MAX CAP	2,43	2,92	3,33	3,73	4,32
IRS BEST PRICE	1,91	2,29	2,57	2,88	3,36
Tasso Max CAP - IRS	0,52	0,63	0,76	0,85	0,97
EURIBOR di "break even"	1,53	1,77	1,94	2,15	2,48

**Considerazioni:**

Una considerazione che riguarda tutte le opzioni sui tassi, e non solo in modo specifico i Cap, è quella che tali strumenti vanno utilizzati dopo un attento paragone con gli swap, effettuato mediante opportuni calcoli di convenienza. Le opzioni, infatti, proprio perchè consentono di fruire delle fasi di ribasso dell'Euribor, fanno scattare l'effettiva copertura su livelli (strike) normalmente superiori ai paralleli tassi fissi degli swap. E' tecnicamente possibile fissare livelli strike più bassi, ma in questo caso aumenta sensibilmente l'esborso per il premio pagato a pronti. Inoltre l'aumento del premio, conseguente alla riduzione del livello strike, si tradurrà in un'incidenza annua più elevata facendo nuovamente lievitare il costo massimo sostenibile (strike + incidenza annua). In ordine ai Cap è più difficile valutare al congruità delle quotazioni proposte per cui tale strumento si addice ad operatori con elevata dimestichezza sugli strumenti derivati.

Infine anche per il Cap valgono le considerazioni già espresse per l'IRS.

1- Un cap può essere riferito ad uno specifico finanziamento a tasso variabile per plafonare al rialzo il relativo costo.

**ARITMA I.F. S.r.l.**

2- Il Cap può essere utilizzato per coprire (anche parzialmente) una composita massa debitoria, il cui costo è direttamente o indirettamente collegato all'Euribor.

## **INTEREST RATE COLLAR**

### **Definizione:**

Il Collar è un'opzione su tassi costituita dalla combinazione fra l'acquisto di un'opzione Cap e la contestuale vendita di un'opzione Floor. Il Collar permette di contenere le oscillazioni del parametro Euribor all'interno di un corridoio, delimitato in alto dal livello strike del Cap e, in basso, dal livello strike del Floor.

### **Finalità:**

Si tratta di un ulteriore strumento di diversificazione nelle coperture del rischio tassi e va sostanzialmente visto in aggiunta/completamento di coperture già in essere mediante IRS.

### **Caratteristiche:**

Nel Collar, quando l'Euribor risulta superiore allo strike del Cap, l'azienda riceve il differenziale dalla controparte e, in questo modo, contiene il livello massimo del parametro. Se invece l'Euribor risulta inferiore allo strike del Floor, l'azienda (venditrice del Floor) paga il differenziale alla controparte. All'interno del corridoio, l'opzione non scatta e quindi l'azienda resta a mercato, ovvero paga oneri finanziari direttamente conseguenti all'andamento dell'Euribor.

### **Condizioni di mercato:**

I premi delle due opzioni (Cap e Floor) sono trattati dai rispettivi market maker e risentono della volatilità del sottostante (Euribor) nonché della durata dell'opzione.

### **Costo effettivo:**

La peculiarità tecnica del Collar consiste nel fatto che l'azienda finanzia l'acquisto del Cap con la vendita del Floor. Il Collar ideale è quello cosiddetto "zero cost", dove cioè i premi delle due opzioni si elidono completamente fra loro, comportando un esborso nullo. Naturalmente occorre verificare la congruità dei livelli strike che ne derivano, soprattutto quello del Cap, poichè esso rappresenta la "vera" copertura al rialzo dei tassi. Normalmente nel Collar zero cost si parte fissando lo strike del Cap e si vede quanto alto deve salire lo strike del Floor per annullare l'esborso a pronti. La contrazione del canale (funzione anche della durata temporale dell'opzione) rappresenta in estrema sintesi il costo implicito per l'azienda.

**Considerazioni:**

Il Collar è un interessante strumento, ma (come per i Cap) occorre confrontarlo con gli swap mediante opportuni calcoli di convenienza. Inoltre occorre sottolineare che tale opzione comprende comunque per l'azienda il rischio costituito dal mancato beneficio in caso di futura discesa dei tassi sotto il livello strike del Floor. L'ulteriore incremento nella difficoltà a valutare la congruità delle quotazioni restringe l'utilizzo dei Collar agli operatori con una particolare dimestichezza sugli strumenti derivati.

**FORWARD RATE AGREEMENT (FRA)**

**Definizione:** Il FRA (Forward Rate Agreement) è un contratto mediante il quale l'azienda e l'intermediario finanziario si impegnano a scambiare fra loro, ad una scadenza ben definita, un flusso di cassa corrispondente al differenziale fra il tasso monetario del momento (Euribor) ed un predeterminato livello di riferimento (detto tasso fisso del FRA).

**Finalità:**

Il FRA serve per "prenotare" un tasso di rifinanziamento (Euribor) su una determinata scadenza temporale, normalmente non superiore ai 12 mesi (su scadenze maggiori subentra l'IRS). In pratica con il FRA l'azienda fissa un certo livello dell'Euribor cui, per esempio, è agganciato un roll over dei suoi pagamenti (in altre parole, l'azienda trasforma in tasso fisso una ben definita e futura rata di un mutuo a tasso variabile).

**Caratteristiche:**

Il FRA non è un'opzione, ma un contratto che vincola le parti. Rispetto allo swap, il FRA si riferisce ad un unico futuro intervallo temporale, in genere trimestrale o semestrale. Le controparti fissano sin dall'inizio un livello di riferimento, che corrisponde al tasso implicito atteso dal mercato per quella scadenza futura.

**Condizioni di mercato:**

I tassi fissi dei FRA corrispondono ai tassi impliciti incorporati dalla curva dei tassi di mercato. Essi quindi riflettono le attese del mercato circa l'evoluzione dei tassi monetari. Spetta all'azienda valutare se quelle attese risulteranno ottimistiche oppure no: nel primo caso, è opportuno prenotare i tassi futuri, nel secondo è meglio attendere l'effettiva evoluzione degli stessi.

**Costo effettivo:**

**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

Il FRA non comporta un esborso a pronti. Giunti alla data di regolamento del contratto, si calcola il differenziale dovuto da una delle due parti all'altra a seconda che il parametro risulti superiore o inferiore al livello prefissato. Poiché la liquidazione di tale flusso avviene materialmente all'inizio del periodo di riferimento, mentre il corrispondente e teorico finanziamento con base Euribor prevederebbe il pagamento degli interessi alla fine di quel periodo, il differenziale viene attualizzato ad inizio periodo, usando come tasso di sconto lo stesso livello Euribor utilizzato per il calcolo del differenziale medesimo.

**SCALETTA ATTUALE TASSI EURIBOR e TASSI FRA**  
(09/02/2011)

	Fixing	FRA trimestrali	
3 MESI	1,09%		
6 MESI	1,35%	FRA 3 x 6	1,32%
9 MESI	1,53%	FRA 6 x 9	1,56%
12 MESI	1,70%	FRA 9 X12	1,81%

NOTA:

- FRA 3 X 6 = tasso trimestrale che parte fra 3 mesi e scade fra 6 mesi
- FRA 6 X 9 = tasso trimestrale che parte fra 6 mesi e scade fra 9 mesi
- FRA 9 X 12 = tasso trimestrale che parte fra 9 mesi e scade fra 12 mesi

**Considerazioni:**

**I FRA trovano il loro miglior campo di applicazione nel completamento delle coperture sul rischio tassi con un'ottica temporale infrannuale.** In altri termini, l'azienda definisce una strategia di copertura pluriennale, mediante utilizzo di congrui strumenti (IRS, opzioni, etc.), lasciando una percentuale della massa debitoria (a tasso variabile) non coperta. L'azienda deciderà, di anno in anno, se lasciare detta percentuale definitivamente scoperta (al fine di seguire il trend ribassista previsto in quell'anno per i tassi di interesse) oppure trasformarla in tasso fisso, ma solo per i pagamenti di quell'esercizio, mediante utilizzo di FRA. Ricordiamo infine che tale strumento si adatta solo su volumi consistenti di debito (quindi non si addice alle esigenze delle PMI).

**I FUTURE EURIBOR 3 MESI**

A differenza del FRA, che è un contratto personalizzato, dove cioè gli elementi salienti (Capitale nozionale, data di regolamento, futuro intervallo temporale di

**ARITMA I.F. S.r.l.**

riferimento) rispondono all'incontro fra le volontà della controparti, il FUTURE sui tassi monetari può essere definito come un contratto FRA standardizzato. Capitale nozionale, date di esecuzione ed intervalli temporali sono predefiniti in modo oggettivo e ciò permette una fluida e libera circolazione di tale contratto sui mercati finanziari. Oggi sono attive sul mercato Liffe di Londra 22 scadenze: due mesi di calendario più vicini più marzo-giugno-settembre-dicembre di ogni anno. Il capitale nozionale è anch'esso standard: 1 milione di Euro.

Il prezzo di tale contratto oscilla continuamente e corrisponde alla differenza fra 100 e il tasso implicito che il mercato si aspetta, di giorno in giorno, per un periodo trimestrale con una definita data di partenza.

Almeno in linea teorica, il future sui tassi è uno strumento perfettamente alternativo al FRA anche per la copertura del rischio tassi. Infatti, ipotizzando di far coincidere l'inizio del periodo trimestrale del FRA con la scadenza standardizzata del future, risulta sostanzialmente indifferente operare con l'uno o con l'altro strumento fermo restando che l'intermediario non applichi commissioni sul FRA.

I contratti Future sono facilmente negoziabili attraverso piattaforme di trading online ed hanno il grande vantaggio di minimizzare i costi di copertura (sui FRA proposti dalla Banca c'è sempre un margine).

**Attualmente la diffusione di tale strumento è scarsissima se non nulla tra le imprese e certamente non sono proposti dalle Banche.**

Possono essere utilizzati anche in alternativa alle coperture IRS operando su una scaletta allineata di scadenze, **“disintermediando”** di fatto il canale bancario e **comportando costi decisamente inferiori.**

## **ALTRI STRUMENTI DERIVATI PER IL RISCHIO TASSI**

Oltre agli strumenti di base per la copertura del rischio tassi, ne esistono altri che ne rappresentano delle evoluzioni. Detti strumenti, chiamati in genere “strutturati” perchè costituiti dalla combinazione di due o più strumenti di base, sono offerti all'utilizzatore come un pacchetto completo.

In genere vengono presentati come evoluzioni degli swap, ma normalmente questi strumenti strutturati combinano gli swap con le opzioni su tassi (Cap e/o Collar). L'utilizzatore smaliziato potrebbe costruirsi in prima persona queste strategie, addirittura negoziando con intermediari diversi per i differenti moduli che le

**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

compongono. Normalmente si ragiona sul prodotto finito, sia per evitare l'analisi di una materia complessa, sia per ottimizzare i costi.

A prescindere dai nomi con i quali i differenti intermediari offrono i prodotti strutturati, questi possono essere raggruppati in tre principali categorie:

- IRS composto o scalettato: si tratta di uno swap con tassi fissi stabiliti (a priori) secondo una scaletta in genere crescente con gli anni. La scaletta prevede, normalmente, livelli di partenza inferiori al tasso fisso annuo dello swap tradizionale e livelli finali più elevati, in modo tale che il tasso annuo medio della scaletta sia confrontabile con il tasso fisso dell'IRS tradizionale. Si tende normalmente a fissare il tasso del primo anno ad un livello pari all'Euribor corrente, in modo tale da evitare un iniziale flusso di cassa negativo, evento psicologicamente non molto gradito alle aziende.

- IRS con barriera: è uno swap che prevede una barriera, detta anche tasso di conversione, oltrepassata la quale viene meno la copertura. Questo contratto prevede che quando l'Euribor è superiore al livello della barriera, l'azienda torna a mercato, ovvero paga l'Euribor o, nel migliore dei casi, l'Euribor meno una percentuale predefinita. Offre un tasso fisso inferiore a quello del corrispondente IRS, ma espone l'azienda al rischio di perdere (però solo per quel definito periodo) la copertura.

- Vi sono, infine, altre tipologie di operazioni, di volta in volta proposte dagli intermediari a seconda delle finestre di opportunità offerte dai livelli del mercato in quel frangente. Si tratta, complessivamente, di operazioni caratterizzate da una certa componente speculativa. Per esempio, Irs con sottostanti correttivi a contenuto speculativo, basati sulla curva dei tassi.

### **Considerazioni:**

Come per tutti gli strumenti derivati strutturati, anche questi offrono all'azienda un rischio-opportunità: se l'evoluzione si rivela favorevole alle esigenze aziendali (in altri termini, se i tassi non salgono o quanto meno non salgono troppo), con questi strumenti l'azienda ottiene condizioni di copertura migliori di quelle spuntabili con un contemporaneo IRS. Tuttavia, se l'evoluzione risulta sfavorevole rispetto alle esigenze aziendali (ovvero se i tassi salgono oltre certi livelli), **queste coperture risultano decisamente più costose rispetto agli IRS** o addirittura "saltano" completamente, lasciando l'impresa nuovamente a mercato. Nel caso, infine, di operazioni con spiccato carattere speculativo, nei frangenti non favorevoli, le ripercussioni a carico dell'azienda possono risultare ben superiori alle difficoltà che l'azienda avrebbe dovuto fronteggiare nell'ipotesi di assenza di coperture.

In generale il nostro orientamento è di evitare coperture complesse: se si decide di coprirsi è quindi auspicabile utilizzare Irs o al limite valutare Cap e Floor.

A volte sono più utili a chi li vende che a chi li acquista, spesso celano elementi di rischio che trasformano l'operazione da strumento di copertura a strumento di creazione di rischio.

## **5) L'APPROCCIO OPERATIVO: MODALITA' DI VALUTAZIONE DELLE OPPORTUNITA' E DELLE OFFERTE BANCARIE.**

### **SINTESI DELLE FASI OPERATIVE DEL PROCESSO**

In sintesi, il processo di valutazione e utilizzo degli strumenti derivati per la gestione del rischio tassi può essere sinteticamente suddiviso nelle seguenti fasi:

- Valutare l'esposizione complessiva aziendale al rischio tassi, sulla base della posizione finanziaria netta prospettica a tasso variabile.
- Estrapolare la quota a tasso contrattualmente indicizzato (Euribor).
- Considerare il grado di esposizione al rischio anche in riferimento all'attività aziendale, o al tipo di iniziativa da finanziare (che potrebbe richiedere per sua natura la necessità di flussi finanziari a tasso fisso).
- Valutare possibilmente la copertura con riferimento a specifiche operazioni di finanziamento o leasing, strutturando lo strumento (IRS o Cap) con il medesimo piano di ammortamento.
- Se la necessità del tasso fisso viene rilevata in riferimento ad una nuova operazione in fase di perfezionamento:
  - Chiedere la quotazione del finanziamento o del leasing sia a tasso fisso che a tasso variabile (Euribor 3 mesi + spread?)
  - Confrontare il tasso fisso di cui sopra con l'operazione a tasso variabile e stipula di un IRS parallelo
  - Scegliere la seconda in caso di significativa differenza; scegliere la prima se la differenza è lieve.

**La validità del derivato (IRS) può risultare in tale fattispecie oggettiva, con un risultato positivo concreto e misurabile.**

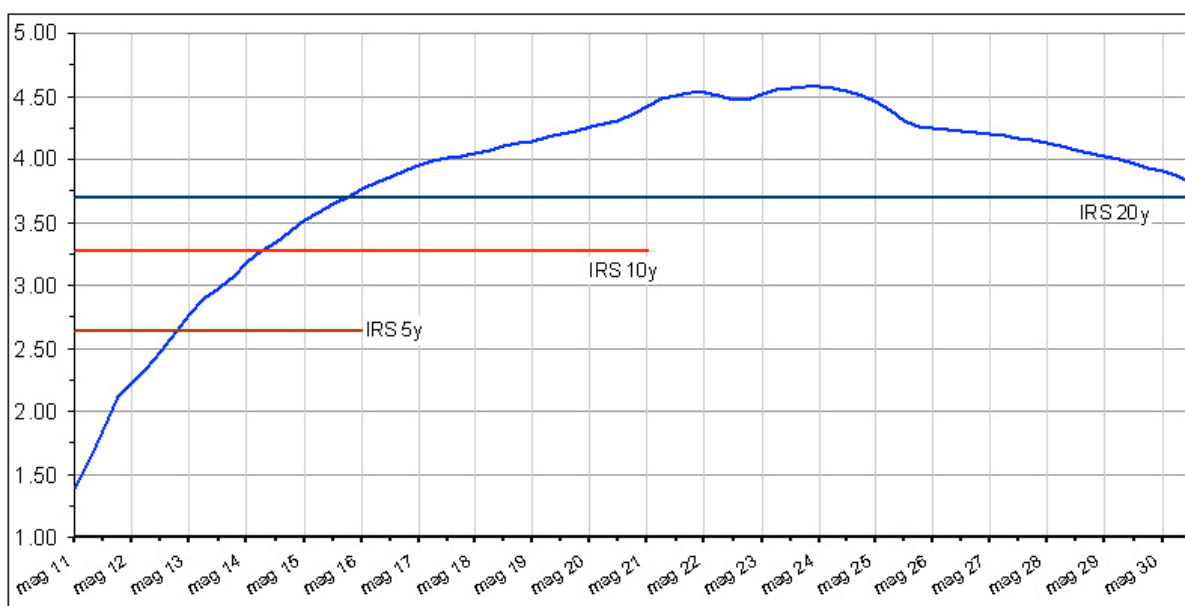
**ARITMA I.F. S.r.l.**

---

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

- Se rilevo la necessità del tasso fisso per l'intera durata dell'operazione, la scelta è più semplice; se sono più incerto sulla necessità della copertura, sceglierò la durata analizzando la curva forward implicita, fermandomi laddove secondo le mie aspettative il rischio di rialzo diminuisce. Esempio se reputo poco probabile un rialzo oltre il 3,50%, limiterò la durata della copertura ai 5 anni.



- Una volta definita l'operazione ottimale, chiedere alla Banca che propone l'IRS la scomposizione del prezzo tra base di mercato e credit spread, oppure confrontare la quotazione ottenuta con un esperto del settore.
- Tenere conto delle differenti modalità di calcolo e liquidazione dei differenziali fisso e variabile e dell'eventuale presenza del piano di ammortamento.
- Quantificare e quindi negoziare il credit spread.

## ARITMA I.F. S.r.l.

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -www.aritma.eu - e-mail:commerciale@aritma.it

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.

- Al perfezionamento dell'operazione, confrontare con una fonte alternativa la base di mercato e quindi il prezzo finale; non esiste un fixing e le quotazioni variano in continuo.

---

---

*La presente pubblicazione è riservata solo a coloro che si sono preventivamente registrati al sito [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu) e potrà essere utilizzata esclusivamente per uso personale e non commerciale. Non è pertanto consentito modificare, distribuire, divulgare, vendere, riprodurre, pubblicare su qualsiasi mezzo, sotto qualsiasi forma o per qualsiasi ragione, in tutto o in parte, i contenuti della pubblicazione senza previa autorizzazione scritta di Aritma I.F. Ogni violazione sarà perseguita a norma di legge.*

---

**ARITMA I.F. S.r.l.**

C.so Galileo Ferraris 71-10128 Torino -Tel. +39 011591411-Fax +39 011504894 -[www.aritma.eu](http://www.aritma.eu) - e-mail:[commerciale@aritma.it](mailto:commerciale@aritma.it)

C.F. /P. IVA 08119750019 - Registro Imprese Torino n. 08119750019 - R.E.A. Torino n. 946735 - Capitale Sociale € 35.800 I.V.