

Uno strumento tecnico-operativo indispensabile per una corretta stesura dei bilanci

La metodologia di analisi dei prodotti derivati

Introduzione

L'argomento dei derivati è stato efficacemente trattato dal collega Federico Venturi ("Brescia & Futuro", n. 2, 2007) da un punto di vista "bilancistico".

In particolare, il Dottor Venturi lamentava la scarsa trasparenza dei bilanci di esercizio di molte aziende nel cui portafoglio sono ricompresi anche prodotti derivati, sottolineando come sia «... assolutamente necessario valutare bene la cosa [il prodotto derivato presente nel portafoglio dei clienti] mediante l'analisi tecnica di un esperto indipendente...» condotta attraverso lo studio di «... scenari di possibili andamenti futuri di tassi...» con un grado di confidenzialità statistica assai elevato.

Da qui prende le mosse il presente saggio che rappresenta la naturale continuazione dell'articolo di Federico Venturi ed ha l'obiettivo - sia pure nell'ambito dei ridotti spazi consentiti rispetto alla complessità dell'argomento - di rappresentare una metodologia di analisi la cui struttura è stata definita ed affinata nel corso delle molteplici esperienze professionali nelle quali siamo stati coinvolti¹.

Tale metodologia² rappresenta uno strumento tecnico/operativo indispensabile per una corretta redazione sia di bilanci annuali sia di situazioni contabili infrannuali rispondenti al criterio della veridicità.

Tutto ciò nella consapevolezza che ogni caso aziendale è diverso dagli altri e che pertanto - anche a fronte di esperienze e tecniche consolidate - richiederà attenzione e dedizione specifiche. Partiamo da una sintetica classificazione dei prodotti derivati, utile

di Paolo Prandi



Paolo Prandi

soprattutto per una corretta analisi *ex-ante* del prodotto.

I derivati sono strumenti finanziari il cui valore è basato su quello di altri beni (o altre attività finanziarie) che prendono il nome di sottostanti (*underlying*).

Le tipologie più diffuse di prodotti derivati sono i Contratti a Termine, gli *Swap* e le Opzioni (Tavola 1).

Gli obiettivi principali di chi li sottoscrive sono rappresentati da copertura (*hedging*), speculazione e arbitraggio e tra gli *underlying* più comuni si possono ricordare i valori mobiliari, i tassi di cambio e di interesse, gli indici finanziari, le materie prime e gli eventi atmosferici.

Prescindendo da ogni considerazione circa il reale vantaggio/interesse "obiettivo" per le amministrazioni pubbliche o le imprese non finanziarie realizzabile mediante la sottoscrizione di prodotti derivati, è innegabile che la maggior parte delle situazioni negative emerse in questi mesi avrebbe potuto essere evitata qualora la valutazione dell'oppor-

tunità di sottoscrizione fosse stata condotta attraverso un'attenta analisi⁴ del prodotto in fase di selezione e contrattazione (analisi *ex-ante*). Tuttavia, l'analisi *ex-ante* (individuazione del bisogno e analisi del/i prodotto/i) costituisce solo la prima componente della valutazione: a valle della sottoscrizione del contratto sarà necessario monitorare costantemente le performance del prodotto acquisito per verificare la valenza delle previsioni effettuate e poter eventualmente intervenire in caso di sopraggiunte e non previste criticità legate - il più delle volte - all'elevata volatilità dei mercati di riferimento.

Come valutare e gestire uno Swap

La valutazione di un prodotto derivato deve essere articolata in cinque Fasi principali (Tavola 2): Individuazione del bisogno, Analisi del/i prodotto/i, Sottoscrizione, Monitoraggio e Rinegoziazione (eventuale).

Per esigenze di spazio, l'analisi proseguirà dedicando particolare

1. Per esigenze di spazio saranno trascurate tutte le analisi volte ad inquadrare la problematica dei derivati, rinviando a tal proposito a specifici lavori quali ad esempio le sintesi fornite da Banca d'Italia e - per un riferimento più vicino alla realtà locale - all'analisi Apindustria Brescia resa nota nel febbraio 2008. Da tale ricerca, svolta su un campione di 122 imprese della provincia di Brescia, è emerso che circa 50% delle (piccole e medie) realtà del campione hanno sottoscritto prodotti derivati e che quasi il 70% di queste ultime stanno subendo impatti negativi a carico del conto economico a causa di tali prodotti finanziari.

2. E' appena il caso di ricordare che la metodologia di analisi proposta in seguito relativamente ai derivati, può essere considerata valida per molti, se non per tutti, i prodotti finanziari strutturati.

3. Recentemente utilizzati anche con finalità speculative (a causa dell'elevato effetto leva che li caratterizza).

4. Condotta con l'ausilio di specifiche tecniche e competenze finanziarie, statistiche e giuridiche.

Tavola 1. Le tipologie più diffuse di prodotti derivati

Tipologie di prodotti	Descrizione	Obiettivo	Esempi
Contratti a Termine	Prevede la consegna di una quantità di un determinato <i>underlying</i> , ad un prezzo (prezzo di consegna) e ad una scadenza (<i>maturity date</i>) prefissati. A scadenza, il contratto può chiudersi con la consegna del sottostante o con la liquidazione del differenziale di prezzo.	<i>Hedging</i> Speculazione Arbitraggio	Forward Future
Swap (tradotto significa scambio)	Prevede uno scambio di flussi finanziari fra le parti a date prefissate il cui ammontare dipende dall'andamento di un <i>underlying</i> . Gli <i>swap</i> sono contratti <i>over the counter</i> .	<i>Hedging</i> ³	Interest Rate Swap Currency Swap Asset Swap Credit Default Swap Total return Swap Equity Swap
Opzioni	Attribuisce il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare (opzione <i>call</i>) o di vendere (opzione <i>put</i>) una determinata quantità di un sottostante ad un prezzo prefissato ed entro una determinata data (o entro un determinato periodo di tempo).	<i>Hedging</i> Speculazione Arbitraggio	Interest Rate Option, Currency Option

attenzione alla Fase 2 (Analisi del/i prodotto/i) e facendo specifico riferimento ai prodotti finanziari più diffusi, gli Interest Rate Swap (I.R.S.)⁵.

FASE 1: Individuazione del bisogno

In primo luogo deve essere identificato con chiarezza il reale obiettivo

del sottoscrittore. La definizione dell'obiettivo da soddisfare è cruciale per consentire di intraprendere un processo di selezione e di negoziazione consapevole e razionale, volto alla scelta dello strumento finanziario più adatto al caso specifico.

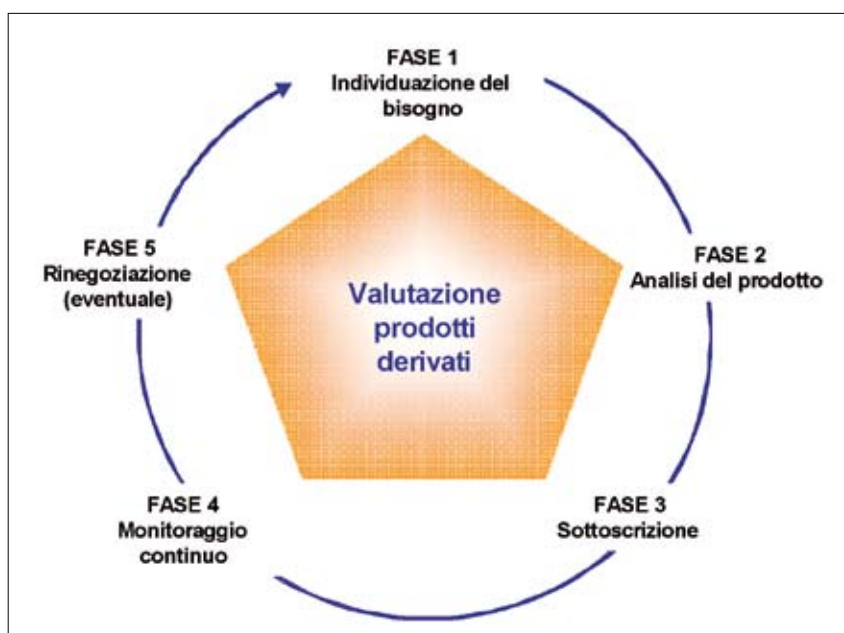
In particolare, è necessario compren-

dere se l'operazione viene intrapresa in ottica speculativa, di *hedging* o di arbitrato e conseguentemente restringere il raggio di analisi ai prodotti di reale interesse.

A mero titolo esemplificativo (ma la lista potrebbe essere assai lunga), si consideri il caso di una società che abbia contratto un mutuo in Euro a tasso variabile e che avverta la necessità di coprirsi rispetto all'aumento dei tassi di interesse. In tal caso l'azienda, avendo identificato chiaramente il proprio obiettivo, prenderà in considerazione esclusivamente prodotti ancorati all'andamento dell'Euro e non - come ci è capitato di vedere all'interno di più ampi pacchetti di proposte - ancorate - ad esempio - al tasso Libor, ovvero alla variazione del Dollaro, che nulla hanno a che fare con le necessità espresse.

A questo proposito è opportuno assumere una posizione equilibrata di fronte a situazioni talvolta appa-

Tavola 2. Le fasi del processo di valutazione e gestione di un prodotto derivato



⁵ Gli I.R.S. prevedono che due controparti si scambino periodicamente flussi di interessi calcolati sulla base di un ammontare di denaro pre-definito, detto Capitale Nozionale.

rentemente non coerenti. Proprio l'esperienza acquisita ci consente di affermare che le situazioni esistenti sul mercato non sono imputabili solo all'eccessiva aggressività commerciale degli Istituti venditori, ma anche alla sottovalutazione (o mancata espressione) da parte dei clienti delle loro reali necessità.

FASE 2: *Analisi del prodotto*

L'analisi del prodotto si divide in tre parti:

- Analisi delle caratteristiche dei prodotti;
- Proiezioni ed analisi statistiche;
- Analisi delle principali clausole contrattuali.

a) Analisi delle caratteristiche dei prodotti

Come abbiamo visto, le diverse necessità ed obiettivi del sottoscrittore devono indirizzare la scelta verso prodotti finanziari coerenti e specificatamente in grado di rispondere alle esigenze evidenziate.

Una volta individuato il prodotto/i *target*, dovrà essere elaborata l'analisi della struttura tecnica dello strumento derivato identificato, volta a definire la mappatura delle diverse situazioni che si potranno verificare durante la vita del contratto, in funzione dell'andamento dell'*underlying*. In quest'ambito, è assai utile anche l'identificazione della "linea di equilibrio" (si tratta di una sorta di linea di demarcazione tra perdite e profitti), cioè dei valori futuri del parametro di riferimento a fronte dei quali gli esborsi tra le parti coinvolte si equivarranno e, compensandosi, genereranno un flusso finanziario pari a zero.

Di seguito esamineremo sia il caso di risposta ad esigenze speculative sia il caso di risposta ad esigenze di copertura.

Obiettivo del cliente: speculazione

Un esempio può aiutare a comprendere l'analisi in oggetto.

Si consideri il caso in cui venga individuato come prodotto consono alle necessità del sottoscrittore un

Accrual Interest Rate Swap Range Stability, cioè un particolare tipo di I.R.S. che basa la sua performance sui valori assunti da un parametro finanziario rispetto ad un "binario" di tassi (*range*) predefinito.

Ogni prodotto prevede la suddivisione del periodo contrattuale in "N" periodi⁶ alla fine di ciascuno dei quali dovrà essere valutato il posizionamento del parametro di riferimento a fronte di determinate regole contrattualmente stabilite.

La tipologia di prodotto utilizzata nell'esempio, prevede lo scambio tra le parti di flussi finanziari il cui ammontare dipende (oltre che dal Capitale Nozionale) dal valore nel tempo assunto dall'Euribor 6M all'interno di specifiche Fasce (che chiamiamo convenzionalmente "Fasce di Rilevazione").

Di qui la necessità di mappare⁷ le Fasce di Rilevazione, di simulare (abbinandolo alla probabilità statistica di accadimento) l'evento "Euribor 6M" e di minimizzare le asimmetrie informative⁸ sicuramente presenti tra le parti.

Tutte attività - quelle sopra indicate - alle quali difficilmente il responsabile amministrativo di un'azienda (o di un ente locale) di piccole o medie dimensioni può fare fronte autonomamente, se non altro per le strin-

genti esigenze di tempo e le ridotte disponibilità di fonti informative.

L'analisi in oggetto conduce alla evidenziazione (anche in termini comunicativi) delle principali regole (Fasce di Rilevazione - Tavola 3) che definiranno le modalità di scambio dei flussi finanziari fra le parti. Nel caso in oggetto, l'analisi ha condotto all'identificazione di tre Fasce di possibile andamento dell'Euribor 6M (ovvero dell'*underlying*) cui conseguono specifiche regole di scambio dei flussi finanziari.

Un accurato esame del prodotto⁹ ha evidenziato che solo in una di queste Fasce (Fascia Principale o Fascia 2) si registrano impegni di pagamento

6. Con "N" anche uguale a 1.

7. In particolare l'esigenza di mappatura deriva dalla necessità di una facile comprensione delle regole del prodotto.

8. Termine ormai diffuso anche al di fuori di contesti scientifici per indicare il diverso livello informativo presente fra le parti.

9. Non possiamo negare che l'analisi così strutturata è frutto di una diversa schedulazione delle attività. Infatti, in molti casi (a noi è capitato nella totalità degli interventi) il ricorso al professionista non è razionale e non avviene all'atto della sottoscrizione, ma risponde al bisogno di chiarezza che emerge soltanto all'arrivo dei primi estratti conto particolarmente rilevanti (in termini negativi) oppure a fronte dello stimolo offerto da professionisti e sindaci seri e competenti - come indicato a più riprese nel già citato articolo del Dottor Federico Venturi. Solo allora si ricorre a quelle analisi di mappatura che andrebbero, invece, fatte nella Fase di Analisi del prodotto.

Tavola 3. *Analisi tecnica di un Accrual Interest Rate Swap Range Stability*

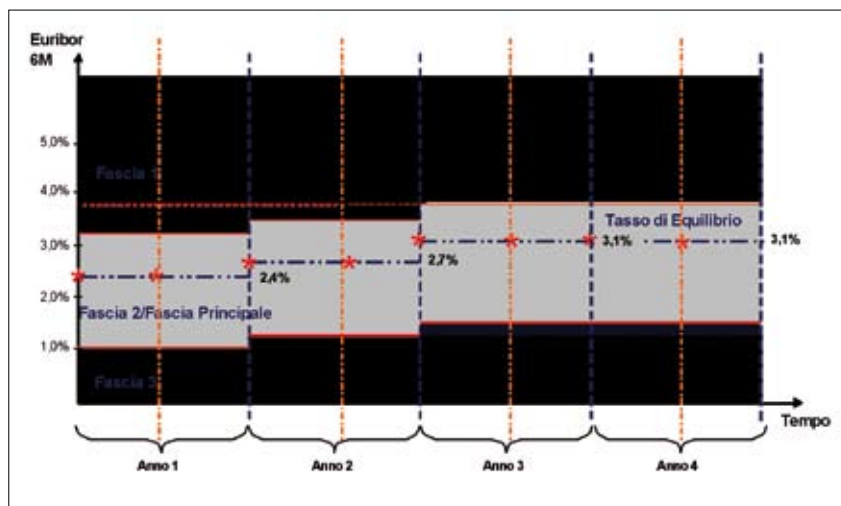
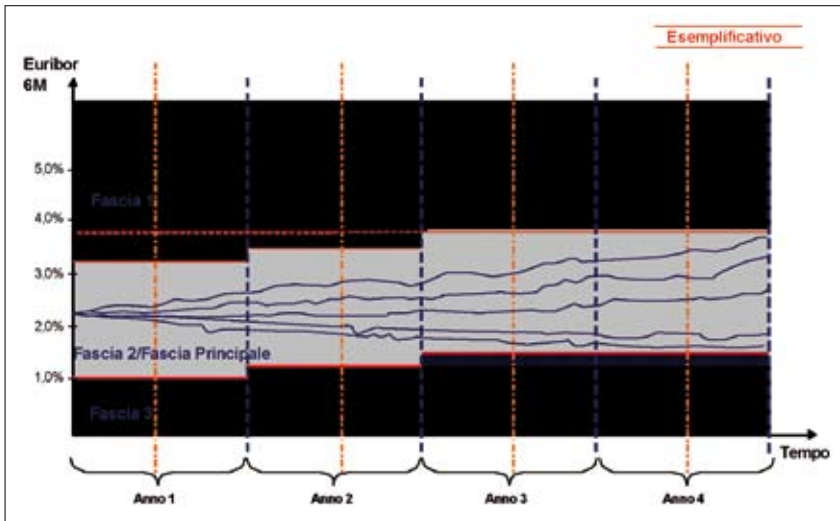


Tavola 4. Analisi delle aspettative del cliente¹²



reciproci fra il cliente e l'Istituto Erogante, mentre, nelle Fasce restanti (Fascia 1 e 3), l'impegno è a carico del solo cliente.

Infatti, le tre Fasce prevedevano i seguenti impegni proporzionati al Capitale Nozionale:

- 1: il cliente pagherà all'Istituto di Credito una somma funzione del tasso di riferimento maggiorato di "x" punti percentuali;
- 2¹⁰: il cliente pagherà una somma funzione di tassi predefiniti (fissi); l'Istituto di Credito corrisponderà una somma funzione del tasso di riferimento e del numero di giorni nei quali il tasso di riferimento medesimo si posiziona all'interno della Fascia Principale;
- 3: il cliente pagherà all'Istituto di Credito una somma funzione del tasso di riferimento diminuito di "y" punti percentuali.

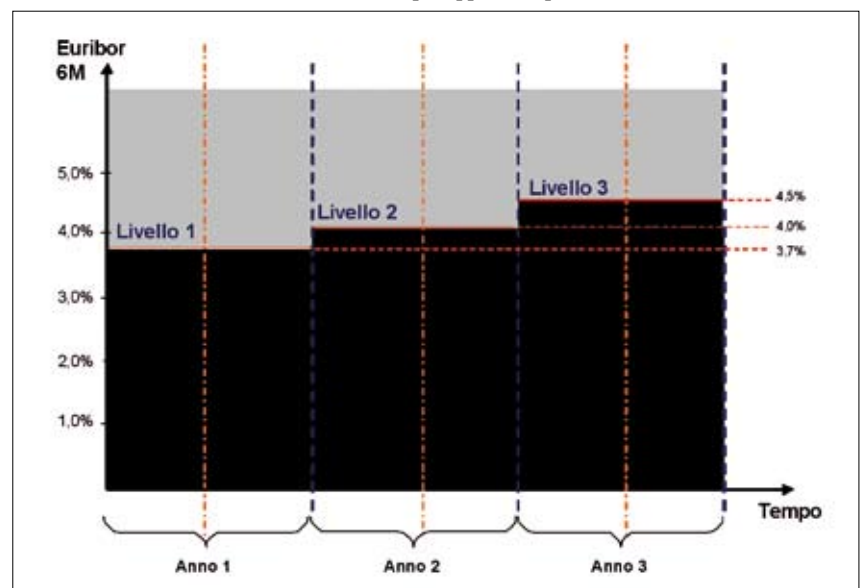
Pertanto, qualora il parametro di riferimento si posizioni¹¹ al di fuori della Fascia 2 soltanto una delle due parti (il cliente) verserà una somma all'altra. Nella sostanza, procedendo ad un'estrema semplificazione, la sottoscrizione del prodotto a fini speculativi consiste nell'attribuire una determinata probabilità di posizionamento del tasso di riferimento nei futuri periodi (scommessa). In parti-

colare, l'Istituto di Credito credeva nella crescita o nella discesa dell'Euribor 6M al di fuori della Fascia Principale; il cliente, a sua volta, credeva in un andamento dell'Euribor 6M non sostanzialmente dissimile da quello di partenza (Tavola 4).

Obiettivo del cliente: hedging

Qualora la finalità del cliente sia la copertura del rischio, è necessario valutare, oltre alla struttura del prodotto derivato e alle ipotesi di posizionamento dell'*underlying*, il rapporto esistente tra il prodotto e l'oggetto per cui è richiesta la copertura.

Tavola 5. Analisi tecnica Interest Rate Swap Capped Swap



Si tratta cioè di comprendere la reale correlazione tra il prodotto derivato ed il prodotto oggetto di copertura, per esempio gli interessi su un mutuo.

Per varie ragioni¹³, non sempre la copertura proposta dall'Istituto di Credito risulta essere perfetta: in un caso valutato professionalmente, lo *swap* (Interest Rate Swap Capped Swap), acquistato a fini di copertura dal cliente, si è rivelato essere (sia pur parzialmente) disallineato rispetto al rischio per interessi generato dal mutuo, tanto da rendere il suo impatto - e quindi la sua funzione di *hedging* - poco efficace¹⁴.

Nello specifico, le principali divergenze emerse tra il prodotto e gli interessi sul mutuo sono risultate essere relative al tasso di riferimento ed

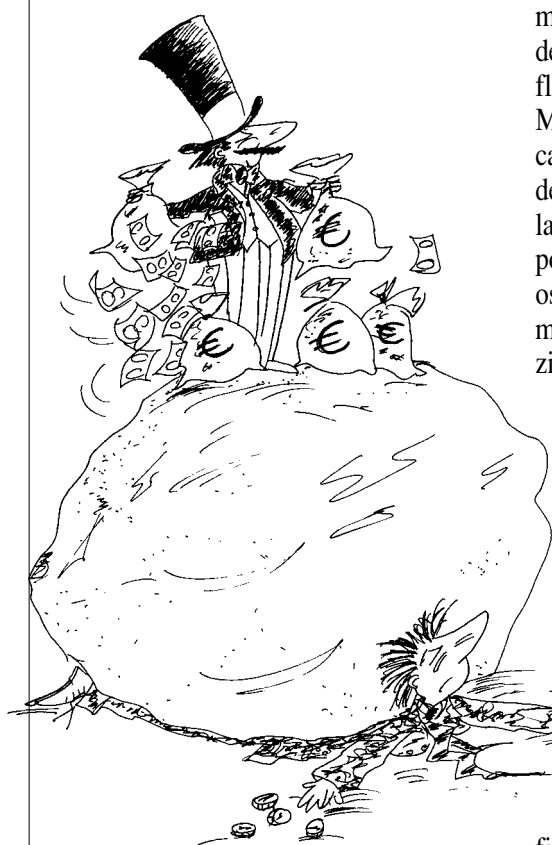
¹⁰. Convenzionalmente chiamata Fascia Principale.

¹¹. Anche la modalità di rilevazione del parametro è importante e può variare (per esempio: la media di periodo e la rilevazione puntuale).

¹². Al fine di soddisfare una legittima curiosità del lettore chiariamo sin da ora che l'andamento dei tassi degli ultimi anni è stato al rialzo e quindi più vicino alle aspettative - nel nostro caso - dell'Istituto di Credito venditore.

¹³. Come abbiamo visto non sempre imputabili esclusivamente al venditore.

¹⁴. La non completa efficacia di copertura di per sé non è cosa del tutto negativa se il cliente sottoscrittore - attraverso un processo razionale - ha valutato in modo adeguato il rapporto costo beneficio del grado di copertura ed individuato la propria posizione di rischio.



alla frequenza dei flussi finanziari. Per quanto riguarda il tasso di interesse, mentre gli interessi sul mutuo erano calcolati in base a una media mensile dell'Euribor 6M 365, lo swap faceva riferimento all'Euribor 6M 360. Questa seppur minima differenza tra i tassi di riferimento (se vista in termini unitari assoluti) andava a vantaggio dell'Istituto di Credito e diventava rilevante nel complesso dell'operazione, stante le cifre in gioco.

Pertanto, essendo il prodotto derivato strutturato in modo da garantire una copertura dal superamento di determinati livelli del tasso di riferimento, la reazione del prodotto ad un eventuale aumento di tali tassi risultava più lenta rispetto al variare dei tassi di interesse del mutuo (Tavola 5), lasciando a carico del sottoscrittore parte degli oneri derivanti dal disallineamento dei parametri. Ancor più evidente risultava essere, nel caso esaminato, il disallinea-

mento tra la frequenza di pagamento delle rate del mutuo e lo scambio dei flussi finanziari dello swap.

Mentre le prime erano versate con cadenza mensile, i flussi finanziari del prodotto derivato venivano regolati due volte all'anno. Questo comportava che il prodotto coprisse le oscillazioni del tasso di interesse sul mutuo solo parzialmente. Tale situazione è schematizzata in Tavola 6. Si

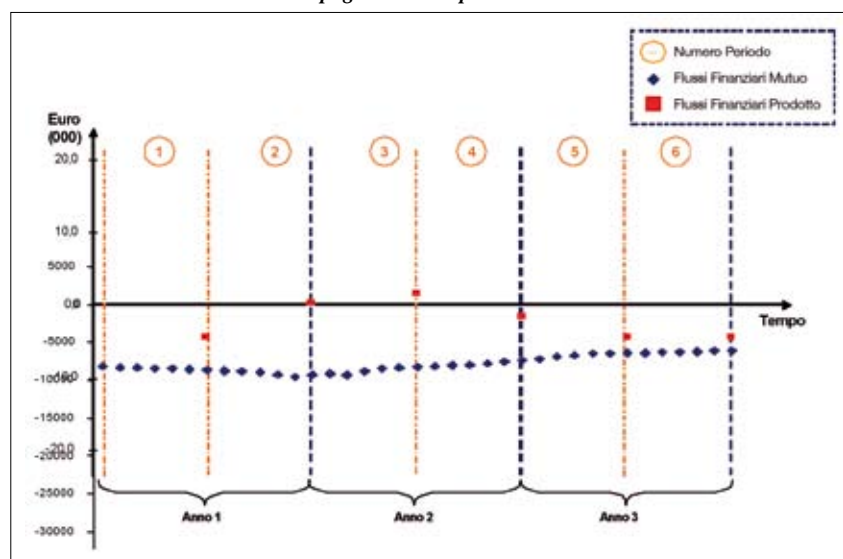
prenda, ad esempio, il primo anno del contratto che corrisponde ai Periodi 1 e 2. In questo lasso di tempo il numero di rate pagate dal cliente è pari a dodici (rombi nella Tavola 6), ovvero una al mese, mentre i flussi di cassa legati al prodotto derivato sono solo due (quadrati nella

Tavola 6), in corrispondenza della metà (fine Periodo 1) e della fine dell'anno (fine Periodo 2).

In altri casi ancora è stata riscontrata, invece, una differenza addirittura tra il valore nominale del mutuo e quello dell'*underlying* del prodotto derivato.

In questi casi è difficile giustificare la scelta di acquisire detti prodotti per ragioni di copertura, configurandosi, invece, una scelta speculativa.

Tavola 6. Scadenza rate mutuo e pagamenti swap



b) *Proiezioni ed analisi statistiche*

Una volta effettuata l'analisi relativa all'architettura del prodotto, si deve procedere ad una valutazione quantitativa, ovvero ad una simulazione, che consenta di valutare i possibili livelli degli esborsi futuri nei diversi scenari prevedibili.

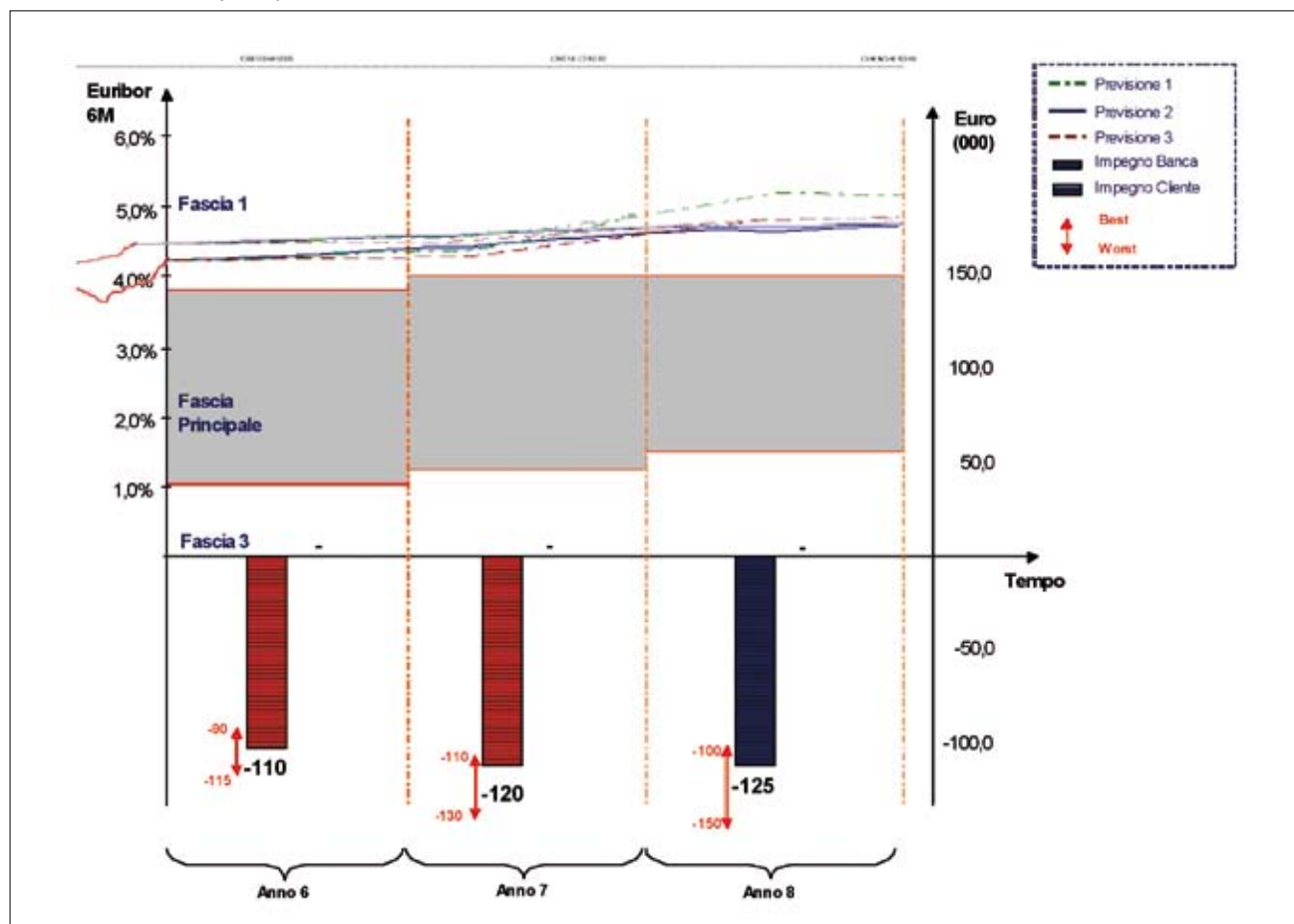
Sostanzialmente, si tratta della valorizzazione di quanto esposto nella Tavola 4, abbinando a ciascun andamento dell'indice di riferimento il corrispondente flusso finanziario netto¹⁵.

Questa analisi può essere eseguita in due steps:

- in un primo momento devono essere valutati i flussi finanziari corrispondenti al/i posizionamento/i del parametro di riferimento più probabile/i a giudizio del cliente, in modo da verificare la consistenza dei corrispondenti esborsi;
- in un secondo momento è necessario analizzare i flussi finanziari derivanti dall'applicazione di una

15. Talvolta quest'analisi è ridondante. Infatti, qualora il professionista non si limiti ad operare all'interno del proprio Studio, ma effettui le analisi di opportunità presso il cliente e condivida con questi i diversi steps di analisi, già i risultati riportati nella Tavola 4 possono essere sufficienti per prendere la decisione di proseguire nelle fasi di selezione e negoziazione del prodotto derivato, oppure di interrompere il processo.

Tavola 7. Simulazione flussi finanziari



stima statistica relativa all'andamento del tasso di riferimento¹⁶. Un'ipotesi intermedia ai due *steps* appena indicati (utile spesso anche se il cliente non ne avverte l'immediata necessità) è rappresentata dall'analisi dell'andamento prospettico dell'indice di riferimento proposta da talune istituzioni.

Per esempio, nel caso dell'Accrual Interest Rate Swap Range Stability esaminato in precedenza, la simulazione è stata effettuata utilizzando tre diverse fonti di previsione ed applicando a ciascuna di esse un'analisi di sensitività atta a identificare (anche a scopo interpretativo) i *range* all'interno dei quali valutare l'andamento del tasso di riferimento (Tavola 7). Conseguentemente sono stati calcolati i corrispondenti flussi finanziari. Un ulteriore strumento utile per comprendere l'opportunità o meno di sot-

toscrivere un determinato prodotto derivato è l'analisi (spesso graficizzata per aumentarne l'efficacia comunicativa e decisionale) che illustra la probabilità del cliente sottoscrittore dello *swap* di realizzare rendimenti superiori ad una soglia minima individuata come *target* (ad esempio il tasso di rendimento dei BOT).

c) *Analisi delle principali clausole contrattuali*

A completamento di una corretta valutazione *ex-ante*, è necessaria un'approfondita analisi delle clausole generali del contratto, cioè di quelle non direttamente riguardanti la struttura tecnica del prodotto. Ricordiamo fra esse quelle relative all'ammontare dell'*up-front*, alle commissioni sulle operazioni¹⁷ e all'uscita anticipata¹⁸.

Un altro punto spesso trascurato,

ma di importanza cruciale, è la sottoscrizione della dichiarazione di "operatore al dettaglio con necessità di copertura e assistenza".

Negli anni scorsi, parallelamente alla stipula del contratto relativo ai prodotti derivati, gli intermediari richiedevano - molto spesso - al cliente la firma di una liberatoria attraverso la quale il cliente dichiarava di essere un operatore specializzato. A fronte di tale autocertificazione, l'intermediario era sollevato dagli

16. Questa analisi è particolarmente complessa in considerazione dell'elevata volatilità del mercato finanziario e della "scarsa" affidabilità delle previsioni proposte dal mercato.

17. Talvolta onerose e non sempre espresse in modo chiaro e trasparente per un cliente poco esperto.

18. L'esistenza stessa di questa clausola è direttamente correlata ai rapporti di forza (contrattuale) esistenti tra le parti e all'importanza dell'operazione (tendenzialmente queste clausole vengono prese in considerazione per prodotti derivati con importi nozionali elevati).

obblighi di assistenza verso il cliente¹⁹ previsti dalla legge.

Nei confronti di questa normativa la giurisprudenza ha assunto posizioni antitetiche. Da una parte alcuni Tribunali (tra cui il Tribunale di Milano) hanno considerato l'autocertificazione firmata dal cliente come una vera e propria liberatoria per gli intermediari, sollevandoli da qualsiasi obbligo di assistenza (sentenza del 20 luglio 2006). Al contrario, altri Tribunali (come quello di Torino) sostengono che un operatore, per essere considerato qualificato, deve effettivamente possedere le specifiche competenze per comprendere la rischiosità connessa con l'operazione, non considerando quindi sufficiente l'autocertificazione (sentenza del 18 settembre 2007).

A dirimere la questione è intervenuta la nuova normativa Mifid (Allegato 3 del Regolamento Consob 16190/07) la quale stabilisce che l'intermediario, anche se in possesso dell'autocertificazione firmata dal cliente, debba eseguire una valutazione sull'effettiva professionalità del cliente stesso²⁰.

FASE 3: Sottoscrizione

La sottoscrizione (a valle di una opportuna negoziazione) è la formale manifestazione di volontà a contrarre. Questa Fase assume particolare importanza nel caso sia di enti pubblici che di società private.

Per quanto riguarda gli enti pubblici, in particolare, esiste una situazione di relativa carenza legislativa parzialmente colmata dalla delibera 52/2008 della Sezione Regionale di controllo della Lombardia della Corte dei Conti che ha offerto alcune importanti indicazioni circa l'opportunità e la convenienza a vincolare risorse future in un contratto di questo tipo.

Per quanto riguarda le società private - dove esiste un potere di delega a manager aziendali - sarà opportuno valutare con attenzione l'esatta

struttura delle deleghe e procedere - in ogni caso - attraverso un sistema decisionale condiviso.

Inoltre, in società complesse con la presenza di più soci, non potrà essere trascurato l'impatto delle norme statutarie e di governance.

FASE 4: Monitoraggio

A valle della sottoscrizione, sarà essenziale valutare a cadenze periodiche ravvicinate l'andamento del sottostante al prodotto derivato ed i conseguenti flussi finanziari previsti futuri (monitoraggio continuo).

L'attività consiste nella "rivalutazione" del prodotto in base alle nuove informazioni di mercato e nel confronto della nuova valutazione con quanto previsto in fase di analisi *ex-ante*.

In questo modo il cliente potrà aggiornare le proprie previsioni/aspettative e valutare razionalmente la propria posizione.

Da questa Fase e dall'esistenza di clausole contrattuali che lo consentano, potranno prendere le mosse eventuali interventi correttivi (Fase 5).

FASE 5: Rinegoziazione

Qualora dalla Fase di Monitoraggio derivasse la necessità di modificare la propria posizione, possono essere valutate due opzioni alternative: la rinegoziazione o la cessione del prodotto. Si tratta di opzioni la cui analisi richiede elevata professionalità e *know how* specifico e che non sempre possono essere considerate come alternative: per esempio la rinegoziazione di determinate clausole può rendere il prodotto più facilmente (o meno difficilmente) cedibile.

La rinegoziazione delle caratteristiche del derivato (o di parte di esse) sarà necessariamente funzione della struttura e delle clausole contrattuali del prodotto derivato, della forza contrattuale del cliente e del contesto socio economico e mediatico in cui la rinegoziazione viene attuata.

In relazione a quest'ultimo aspetto, è

innegabile che la gogna mediatica a cui sono stati sottoposti gli Istituti di Credito negli ultimi mesi abbia influito sull'esito di alcune rinegoziazioni. Nel complesso, l'esperienza ha insegnato che è meno difficile poter ottenere variazioni di parametri strutturali (quali le Fasce di Rilevazione) e l'indicizzazione dei risultati dei flussi (per esempio scontati di una determinata percentuale) rispetto alla variazione del Capitale Nozionale o del parametro di riferimento. La cessione sul mercato dei prodotti (molto spesso a prezzo negativo) può rappresentare un'alternativa da valutare in confronto all'ipotesi di chiusura anticipata del contratto.

Non esistendo un mercato secondario regolamentato degli *swap*, la valutazione del prodotto (*mark to market*) sarà nuovamente funzione, oltre che di parametri oggettivi e previsionali, della forza contrattuale delle parti e del contesto economico/sociale di riferimento.

Conclusioni

La sottoscrizione di prodotti derivati rappresenta in molti casi una "scommessa" i cui risultati sono legati all'andamento dei mercati finanziari caratterizzati - in particolare negli ultimi anni - da una elevata volatilità.

Tuttavia, il forte impatto negativo a carico delle imprese (generato dalla presenza dei derivati nel portafoglio degli *assets* aziendali) poteva e può essere ridotto da un approccio accorto e professionale, strutturato attraverso un processo decisionale razionale quale quello suggerito in questo scritto e volto a ridurre le asimmetrie informative ed operative spesso presenti nel rapporto tra cliente ed Istituto di Credito.

Paolo Prandi
Dottore Commercialista

¹⁹. Articolo 31 del Regolamento Consob n. 11522/98.

²⁰. Deve essere ancora emanato il decreto che indica i requisiti per accedere al trattamento da "operatore qualificato".