View metadata, citation and similar papers at core.ac.uk
brought to you by CORE
provided by Electronic Thesis and Dissertation Archive - Università di Pisa




UNIVERSITA DEGLI STUDI DI PISA

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

*Corso di Laurea in Strategia Management e Controllo*

TESI DI LAUREA

# "I derivati in bilancio: problematiche applicative alla luce di alcuni casi aziendali"

Relatore:

Chiar.ma Prof.ssa Lucia Talarico

Candidato:

Marco Conti

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

*Ai miei genitori*

*Luciano e Sonia*

**INDICE**

**INTRODUZIONE** 1

**CAPITOLO 1:**

**GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI**

1.1. La diffusione dei derivati *over the counter* in Italia 3

1.2. Problemi definitori e aspetti generali 9

1.3. La principali classificazioni dei derivati 16

1.4. La causa dei contratti derivati: *hedging, trading, arbitrage* 23

1.5. Le principali tipologie di strumenti finanziari derivati 28

1.5.1. I *forward* 28

1.5.2. I *future* 35

1.5.3. Gli *swap* 37

1.5.4. Le opzioni 45

1.5.5. I *warrant* 50

1.5.6. I *covered warrant* 51

1.5.7. I derivati creditizi 55

1.6. I derivati: *the beauty or the beast*? 62

1.6.1. La crisi della MetallGesellSchaf 65

1.6.2. Il fallimento di Enron 68

1.6.3. Un pound per la Barings Bank 70

1.7. I derivati e lo Stato: un matrimonio impossibile? 72

**CAPITOLO 2:**

**IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2013/34/UE: NUOVI CRITERI DI VALUTAZIONE, LE NUOVE VOCI DI BILANCIO E L'INFORMATIVA SUI DERIVATI**

2.1. Premessa 80

2.2. I derivati in bilancio secondo il D.Lgs. 139/2015 84

2.2.1. La valutazione degli strumenti derivati speculativi 90

2.2.2. La valutazione degli strumenti derivati di copertura 92
2.3. Le modifiche allo stato patrimoniale e al conto economico 100
2.4. Il profilo fiscale 106
2.5. L'eliminazione dei conti d'ordine 107
2.6. L'informativa sui derivati in nota integrativa 108
2.7. Le informazioni della relazione sulla gestione 111

**CAPITOLO 3:**
**UN'INDAGINE EMPIRICA SULLA CONTABILIZZAZIONE DEI DERIVATI DA PARTE DELLE AZIENDE ITALIANE**

3.1. Introduzione all'analisi 116
3.2. Le caratteristiche del campione scelto 117
3.3. L'analisi del campione 119
3.3.1. La presenza di informazioni generali 120
3.3.2. La *disclosure*: il rispetto degli standard internazionali e l'informativa sui derivati nelle note a bilancio 124
3.3.3. La descrizione dell'esposizione ai rischi finanziari: la relazione sulla gestione 128
3.3.4. La coerenza valutativa 132

**CONCLUSIONI** 136

**BIBLIOGRAFIA** 140

## Introduzione

L'aumento della complessità e del rischio di fluttuazioni improvvise delle variabili finanziarie presenti nei mercati ha portato le imprese italiane a negoziare degli strumenti che permettessero loro di coprirsi da questi rischi: i derivati.
Infatti, la gestione del rischio costituisce un fattore importante nelle aziende che operano con l'estero e per quelle la cui redditività dipende anche dalla variazione del tasso d'interesse di strumenti finanziari.
I derivati, se opportunamente strutturati, consentono di minimizzare tali rischi attraverso il pagamento di una commissione bancaria da versare al momento della sottoscrizione. Alternativamente, questi strumenti possono essere acquistati per finalità speculative con conseguenti differenti effetti sulla redditività dell'impresa.
Tra le novità più rilevanti per i bilanci 2016 redatti in applicazione delle norme OIC si segnala il nuovo modello contabile per la rappresentazione dei derivati che richiederà alle imprese una misurazione periodica del *fair value* degli strumenti finanziari.
In Italia, prima delle novità introdotte dalla riforma contabile[1] mancava una specifica disciplina nazionale che regolamentasse la valutazione, la contabilizzazione e la rappresentazione in bilancio degli strumenti derivati di copertura e speculativi da parte delle imprese che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali.
Il trattamento contabile dei derivati presenta dei tratti di complessità che non agevolano la comprensione dei tecnicismi delle operazioni in parola, soprattutto a causa delle peculiarità insite in tali strumenti finanziari.
La riforma del diritto societario del 2006 aveva introdotto una cornice regolamentare con riferimento soltanto all'aspetto informativo limitato alle note di bilancio.
Il lavoro si compone di tre capitoli, nel primo capitolo mi sono soffermato sulla

1 Si fa riferimento alla direttiva 2013/34/UE recepita dal legislatore nazionale con il D.Lgs. 139/2015 che verrà analizzata nei prossimi capitoli.

diffusione degli strumenti finanziari derivati in Italia, fornendo alcune definizioni, le principali classificazioni, le opportunità e le motivazioni che spingono le aziende ad utilizzare questi strumenti, le principali tipologie e il loro funzionamento riportando degli esempi, evidenziando però anche eventuali problemi e rischi interconnessi a tale scelta.

Nel secondo capitolo ho illustrato le principali novità introdotte dalla direttiva 2013/34/UE in tema di derivati, le nuove regole per la loro valutazione, contabilizzazione e rappresentazione in bilancio, effettuando un confronto con la precedente normativa, e le informazioni relative ai derivati che devono essere inserite in nota integrativa e nella relazione sulla gestione.

Il terzo ed ultimo capitolo ha per oggetto un'analisi empirica svolta su un campione di società quotate. In particolare considereremo le relazioni finanziarie annuali consolidate al 31/12/2015 delle prime dieci società industriali e di servizi quotate italiane. Scopo dell'indagine è verificare il livello di trasparenza informativa e osservare se le informazioni fornite risultano chiare, coerenti e di immediata comprensione. In secondo luogo cercheremo di valutare il rispetto delle *best pratice* dettate dal legislatore comunitario in materia di valutazione e contabilizzazione dei derivati.

## 1.1. La diffusione dei derivati in Italia

Nel corso degli ultimi tre decenni si è assistito ad un processo di diffusione massiccia degli strumenti finanziari derivati, sia in termini di volumi negoziati sia di tipologie contrattuali.

In realtà, le origini storiche di tali strumenti risalgono ad epoche assai remote.[2]

Secondo la Futers Industry Association la stipula del primo contratto a termine è avvenuta in India addirittura 2.000 anni prima della nascita di Cristo.

Vi sono evidenze che la negoziazione dei contratti a termine fosse diffusa anche ai tempi delle popolazioni mesopotamiche e degli antichi greci e romani.

Durante il Medio Evo, in Francia, il commercio a termine dello champagne costituiva uno dei mercati più progrediti dell'epoca, mentre in Olanda nel XVII secolo furono stipulate le prime opzioni, che avevano tra l'altro un attività sottostante del tutto particolare, ossia i bulbi di tulipano.

Il primo mercato di contratti *futures* comparve probabilmente nel 1730 a Osaka in Giappone, con riferimento al riso; tuttavia, fu con la costituzione del Chicago Board of Trade[3], nel 1848, che iniziarono a svilupparsi le negoziazioni dei contratti *futures* con caratteristiche standardizzate, in cui si scambiavano i principali prodotti agricoli come il grano, l'orzo e l'avena.

Storicamente, dunque, gli strumenti derivati nacquero per consentire ai produttori agricoli e ai commercianti di coprirsi dalle avverse variazioni del valore dei prodotti agricoli, predeterminando i prezzi di acquisto e di vendita degli stessi.

Soltanto a partire dai primi anni settanta del secolo scorso, incominciarono a diffondersi, a fianco ai derivati su merci, anche quelli aventi come attività sottostanti le variabili finanziarie, come i tassi di interesse, i tassi di cambio e gli indici azionari.

---

2 Per approfondimenti si rimanda a: Markham J. W., "*The history of commodity futeres trading and its regulation"*, Praeger, New York, 1987; Horat M.B., "*Financial futures e opzioni"*, il Sole 24 ore, Milano, 1992, pp. 17-18 e 115.

3 Il Chicago Board of Trade (CBOT) è il più vecchio luogo di scambio di *futures* e di opzioni al mondo. Più di 50 differenti opzioni e *futures* vengono trattate da ben 3600 membri della compagnia. Il 12 luglio 2007, il CBOT ebbe una fusione con il CME parte del gruppo CME holding company.

Le ragioni principali di tale sviluppo sono riconducibili a una serie di fattori, alcuni imputabili alla domanda di derivati e altri collegati alla loro offerta.[4]

Dal lato della domanda, un primo elemento è costituito dall'incremento della volatilità delle principali variabili economico-finanziarie a seguito del verificarsi di alcuni eventi che hanno profondamente modificato le modalità di funzionamento dei mercati finanziari, quali l'abbandono degli accordi di Bretton Woods[5] nel 1971 con il passaggio dal sistema dei cambi fissi a quello dei cambi flessibili e le spinte inflazionistiche dovute alle crisi petrolifere che, a sua volta, hanno generato una maggiore volatilità dei saggi d'interesse.

L'accresciuta volatilità dei tassi di cambio e di interesse ha stimolato l'impiego dei derivati finanziari, non solo da parte degli operatori interessati a ottenere dei guadagni assumendo posizioni speculative, ma soprattutto da parte delle aziende che li utilizzano per trasferire i rischi finanziari quali ad esempio il rischio di tasso, di prezzo, di cambio, e di credito, verso altri operatori.[6]

Quindi attraverso questi strumenti, un operatore ha la possibilità sia di modificare il proprio profilo di rischio, mantenendo o aumentando i tipi di rischio che più è in grado di governare e trasferendo quelli che vuole evitare, sia di assumere una posizione di rischio con un limitato esborso economico e con bassi costi di esecuzione delle transazioni.

Dal lato dell'offerta dei prodotti derivati hanno contribuito alla loro diffusione sia la prolificità dell'ingegneria finanziaria sia l'integrazione dei mercati finanziari.

Infatti, l'ingegneria finanziaria presenta un tasso di innovazione molto elevato, creando continuamente nuove e sempre più sofisticate tipologie di strumenti derivati, combinando tra loro derivati di base oppure incorporando dei derivati in

4 Petrella G., "*Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale"*, Egea, Milano, 1997, pagg. 4-5; Risaliti G., "G*li strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende"*, Giuffrè, Milano, 2008, pagg. 97-98.

5 Durante la conferenza di Bretton Woods, che si tenne dal 1° al 22 luglio 1944 nell'omonima località nei pressi di Carroll, consiste in una serie di accordi per definire un sistema di regole e procedure per controllare la politica monetaria internazionale. Bretton Woods istituì il Fondo Monetario Internazionale e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (Banca Mondiale), con il compito di eliminare le condizioni di squilibro determinate dai pagamenti internazionali. Http://www. Borsaitaliana.it

6 ABI, audizione del presidente avv. Faissola C., "*Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati",* Camera dei Deputati, VI Commissione Finanza e Tesoro, 2007.

altri strumenti finanziari, ottenendo dei prodotti strutturati.

In questo modo, si rendono disponibili sul mercato numerose tipologie di derivati che ben si prestano a soddisfare le molteplici esigenze delle aziende.

Invece, il processo di integrazione dei mercati finanziari, che è il risultato dell'azione congiunta del fenomeno della globalizzazione e della deregolamentazione, che ha ridotto i vincoli alla libertà di movimento dei capitali, ha determinato un significativo sviluppo dei volumi negoziati ed anche una crescente diffusione degli operatori, finanziari e non, con cui stipulare il contratto derivato.

Il mercato mondiale dei derivati *over the counter* (*Otc*)[7] rappresenta il 91% del mercato totale dei derivati a livello mondiale. La stima dell'esposizione mondiale in derivati *Otc*, effettuata dalla Bank for International Settlements[8] al 30 giugno 2015 ammonta a 553 trilioni di dollari. Si tratta di un dato in diminuzione considerando che al 31 dicembre 2014 era pari a 629 trilioni di dollari.

La presenza nel nostro Paese degli strumenti finanziari derivati negoziati sui mercati *Otc* è stata oggetto di una recente rilevazione statistica da parte della Banca d'Italia.[9]

La rilevazione si riferisce ai derivati *Otc* in essere a fine giugno 2015, sulla base di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.[10]

La stessa prevede la raccolta semestrale di statistiche sui derivati *Otc* su base consolidata presso un campione di banche e intermediari finanziari maggiormente operativi nel comparto e si fonda sulle raccomandazioni del

7 Come vedremo più avanti i derivati possono essere negoziati su mercati regolamentati e su mercati non regolamentati. In questo secondo caso si parla di derivati negoziati *over the counter.*

8 I risultati a livello globale sono pubblicati dalla BRI e sono disponibili sul sito internet *http://www.bis.org*. Dal secondo semestre del 2011 il campione è composto da 13 paesi: Australia, Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

9 Cfr., Banca d'Italia, Rilevazione sui prodotti derivati *over-the-counter* a fine giugno 2015, Comunicato stampa del 23 novembre 2015.

10 Dal primo semestre del 2012 il campione di banche italiane include anche Mediobanca Spa, che si è aggiunta a Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, UBI Banca; al campione fa capo oltre il 90 per cento delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani.

rapporto "*Proposals for improving global derivatives market statistics*", presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996.

Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale[11] ed il valore lordo di mercato (sia positivo che negativo) dei contratti derivati su:

- tassi di cambio;
- tassi d'interesse;
- azioni e indici azionari (*equity linked*);
- merci (*commodities*);
- *credit default swaps* (da dicembre 2004).

In Italia, come dimostrano le cifre, il fenomeno è relativamente contenuto.

Nel primo semestre del 2015, il valore nozionale in dollari dello stock di derivati finanziari stipulati da operatori italiani ha registrando un calo dell'8,4% (tav.1), mentre per il complesso dei paesi che partecipano all'indagine, il valore nozionale dei derivati finanziari si è ridotto del 12,1 per cento.

Il valore nozionale dei contratti presso le banche italiane rappresenta una quota assai modesta dell'intero campione dei paesi che partecipano all'indagine (1,2%).

Nel campione di banche italiane il valore lordo di mercato negativo e quello positivo sono pressoché simili, rispettivamente 150,8 e 149,2 miliardi di dollari (tav.1).

I derivati sui tassi di interesse rappresentano la categoria di derivati più utilizzata, seguita dai derivati valutari e creditizi. Questo deriva probabilmente dal fatto che nel nostro paese si ha un indebitamento stipulato prevalentemente a tasso variabile.

I derivati sui tassi di interesse hanno, in termini di valore nozionale la seguente composizione (tav. 3):

- gli *interest rate swaps* rappresentano il 75,5 % dei derivati sui tassi e il 63,0 % del totale di tutti i derivati oggetto della rilevazione;
- la quota delle opzioni sui tassi di interesse è del 12,5%;

11 Il valore nozionale è il parametro di riferimento per il calcolo dei flussi di pagamento, che fornisce una misura del volume delle negoziazioni ed è tendenzialmente prefissato per la durata del contratto, ma non rappresenta direttamente né l'esposizione né il rischio di ciascuna delle due parti.

- la quota dei *forward rate agreements* è del 12,0%.

L'euro rimane la valuta più utilizzata (91,8% delle transazioni), seguito dal dollaro 4,1%. Il 69,2% dei derivati su tassi di interesse ha vita residua superiore all'anno (tav. 4).

I derivati sui tassi di cambio (tav. 5) continuano a riguardare prevalentemente il dollaro USA (38,9 per cento) e l'Euro (36,3 per cento). Gli strumenti più utilizzati sono i contratti a termine e gli *swap* in valuta (53,3 per cento). A differenza dei derivati sui tassi di interesse, la cui vita residua è distribuita prevalentemente su scadenze di medio e lungo termine, il 65,0 per cento di quelli su tassi di cambio hanno scadenza inferiore all'anno (tav. 4)

Il mercato dei derivati su azioni e merci, di dimensioni assai più limitate, è composto quasi interamente di opzioni. Il 66,3 per cento di questi strumenti ha vita residua superiore all'anno (tav. 4).

Le informazioni relative alle controparti (tav. 2) mostrano che i contratti *Otc* continuano a essere stipulati prevalentemente con istituzioni finanziarie.

La categoria di contratti nella quale la quota delle controparti non finanziarie è più elevata è quella relativa ai cambi 14,8% mentre le quote dei derivati su tassi d'interesse e su azioni sono, rispettivamente, l'8,4% e il 5,9 %.

Tavola 1

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO (1)**

(ammontari nominali o nozionali in essere a giugno 2015; miliardi di dollari)

| Categoria di rischio | Ammontari | | | | Valore di mercato lordo a giugno 2015 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Dicembre 2014 | Giugno 2015 | Variaz. % Dicembre 2014 / Giugno 2015 | Quota % Giugno 2015 | Positivo | Negativo |
| **Derivati finanziari** | | | | | | |
| **Cambi** | 859,7 | 921,2 | 7,2 | 14,6 | 21,3 | 24,8 |
| **Tassi d'interesse** | 5.804,1 | 5.267,8 | - 9,2 | 83,5 | 121,9 | 117,4 |
| **Azioni e merci** | 226,6 | 120,3 | - 46,9 | 1,9 | 6,0 | 8,5 |
| **TOTALE** | 6.890,4 | 6.309,3 | - 8,4 | 100,0 | 149,2 | 150,8 |
| **Derivati creditizi** | | | | | | |
| **CDS comprati** | 175,3 | 117,0 | - 33,2 | 50,1 | | |
| **CDS venduti** | 179,3 | 116,6 | - 35,0 | 49,9 | | |
| **TOTALE** | 354,6 | 233,6 | - 34,1 | 100,0 | 2,6 | 2,9 |

Tavola 2

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE (1)**

(ammontari nominali o nozionali in essere a giugno 2015; miliardi di dollari)

| Categoria di rischio | Istituzioni finanziarie | | Istituzioni non finanziarie | |
|---|---|---|---|---|
| | Importo | Quota % | Importo | Quota % |
| **Cambi** | 785,1 | 85,2 | 136,1 | 14,8 |
| **Tassi d'interesse** | 4.827,6 | 91,6 | 440,2 | 8,4 |
| **Azioni** | 100,0 | 94,1 | 6,2 | 5,9 |

Tavola 3

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI D'INTERESSE (1)**

(ammontari nominali o nozionali in essere a giugno 2015; miliardi di dollari)

| Strumenti | Dollaro | Euro | Yen | Sterlina | Altre | TOTALE |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Forward rate agreements** | 14,2 | 599,7 | 0,0 | 1,9 | 15,7 | 631,4 |
| **Swaps** | 197,0 | 3.601,5 | 7,1 | 44,9 | 127,6 | 3,978,0 |
| **Opzioni OTC** | 7,5 | 644,4 | 0,0 | 4,3 | 2,2 | 658,4 |
| ***Vendute*** | *4,0* | *282,9* | *0,0* | *2,5* | *0,6* | *290,1* |
| ***Acquistate*** | *3,5* | *361,5* | *0,0* | *1,8* | *1,5* | *368,4* |
| **TOTALE** | 218,7 | 4,845,6 | 7,1 | 51,1 | 145,4 | 5,267,8 |

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti. (2) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

Tavola 4

**ITALIA – CONTRATTI DERIVATI PER STRUMENTI E VITA RESIDUA (1)**

(ammontari nominali o nozionali in essere a giugno 2015; miliardi di dollari)

| Categoria di rischio | Strumenti | | | Totale | Vita residua | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Forwards e swaps | Opzioni OTC Vendute | Opzioni OTC Acquistate | | Meno di 1 anno | Fra 1 e 5 anni | Oltre i 5 anni |
| **Cambi** | 829,3 | 45,5 | 46,4 | 921,2 | 598,5 | 207,0 | 115,7 |
| **Tassi d'interesse** | 4.609,4 | 290,1 | 368,4 | 5.267,8 | 1.620,5 | 1.955,8 | 1.691,5 |
| **Azioni** | 16,3 | 56,1 | 33,8 | 106,2 | 35,8 | 58,3 | 12,0 |

Tavola 5

**ITALIA – DERIVATI SUI TASSI DI CAMBIO (1) (2)**

(ammontari nominali o nozionali in essere a giugno 2015; miliardi di dollari)

| Strumenti | Dollaro | Euro | Yen | Sterlina | Altre | TOTALE |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Contratti a termine e swap in valuta** | 367,9 | 370,5 | 45,8 | 67,5 | 130,0 | 490,9 |
| **Currency swaps** | 280,0 | 231,0 | 10,8 | 39,6 | 115,6 | 338,5 |
| **Opzioni OTC (3)** | 68,2 | 67,6 | 8,4 | 4,5 | 35,1 | 91,9 |
| ***Vendute*** | *33,8* | *33,0* | *3,7* | *2,2* | *18,2* | *45,5* |
| ***Acquistate*** | *34,4* | *34,6* | *4,6* | *2,3* | *16,9* | *46,4* |
| **TOTALE** | 716,1 | 669,1 | 64,9 | 111,6 | 280,7 | 921,2 |

(1) Eventuali discrepanze tra i dati contenuti nelle tavole sono dovute agli arrotondamenti.
(2) Poiché vengono computate entrambe le valute che compongono ogni transazione, la somma dei contratti classificati per valuta (prime 5 colonne) risulta per definizione doppia rispetto al totale complessivo (ultima colonna).
(3) Per opzioni acquistate si intendono i contratti in forza dei quali l'acquirente detiene la facoltà di acquistare (call) o di vendere (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato. Le opzioni vendute sono i contratti in forza dei quali l'emittente si impegna a vendere (call) o ad acquistare (put) a (o entro) una certa data una determinata attività ad un prezzo prefissato.

## 1.2. Problemi definitori e aspetti generali

Non è facile dare una definizione di derivato. Possiamo innanzitutto dire che si tratta di un istituto contrattuale sviluppatosi negli ordinamenti di *common law*, un contratto come ha affermato una dottrina autorevole "*alieno*".[12]

Nell'ordinamento italiano manca, nella normativa primaria, una definizione di tale tipologia di contratti, limitandosi il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)[13] a fornire solo un'elencazione di determinati contratti (art. 1, comma 2) che, per le loro caratteristiche, vengono qualificati come derivati. Il comma 3 dell'articolo in questione afferma che "*Per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti finanziari previste dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)"* dello stesso articolo.

In particolare, vengono individuate le seguenti fattispecie:

12 De Nova G.,"*The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno",* in Jucidium, 2011, all'url http://judicium.it/news/ins_15_05_07/De%20nova%20Nuovi%20Saggi.html; Id., "*I contratti derivati come contratti alieni"*, in Rivista. Diritto Privato, 2009.

13 Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n° 58.

- *d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;*
- *f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione;*
- *g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini.*
- *h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;*
- *i) contratti finanziari differenziali;*
- *j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati*

*(«future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti,obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;*

- *art.1-bis, lettera d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure*

Sebbene le indicazioni fornite dal TUF siano estremamente puntuali, l'approccio seguito dal provvedimento, per definire tali strumenti finanziari, non appare pienamente condivisibile. Infatti, un'elencazione delle diverse tipologie contrattuali, per quanto possa essere dettagliata, non potrà mai essere esaustiva in riferimento all'elevato tasso di innovazione finanziaria e dei periodici aggiornamenti normativi.[14]

La Banca d'Italia, nella circolare n. 4 del 29 marzo 1988 li definisce come *"i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi d'interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc.. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti"*.

14 Per le società quotate, tale normativa è da considerarsi superata in quanto esse applicano direttamente gli IFRS nella redazione del bilancio d'esercizio e consolidato, a partire dall'esercizio 2006 (cfr. D.Lgs. n. 38/2005).

In base a questa definizione quindi il contratto derivato non è un contratto collegato ad altro rapporto giuridico, bensì un contratto che insiste su elementi di altri negozi.[15]

Similmente, il Provvedimento ISVAP n. 297 del 19 luglio 1996 definisce gli strumenti derivati come "*strumenti finanziari il cui prezzo dipende dal valore di una o più attività o indici sottostanti*".

Concentrando l'attenzione su un altro aspetto dello strumento, l'ABI, in "Atti dell'audizione presso la Commissione Finanze della Camera, 2005", definisce i derivati come "*strumenti finanziari che consentono di acquistare o vendere una de terminata attività sottostante ad una data futura, a un prezzo prefissato*"

Più utile, anche al fine di distinguere tali contratti da contratti simili, quali ad esempio i contratti di riporto, i contratti differenziali ecc., appare la definizione di contratto derivato fornita dallo standard contabile internazionale IAS 39[16].

È importante precisare che questo principio è oggetto di un progetto di riforma, al completamento del quale sarà sostituito dall'IFRS 9, destinato ad essere omologato dalla Commissione Europea e ad entrare in vigore dal primo gennaio 2018.

La definizione fornita dallo IAS 39 individua le caratteristiche essenziali che un derivato deve possedere per potersi qualificare come tale, senza fornire una definizione per ciascuna tipologia dello stesso.

In particolare, lo IAS 39 al paragrafo 9 definisce uno strumento finanziario derivato come "*uno strumento finanziario o altro contratto"* che si contraddistingue per la coesistenza di tre caratteristiche:

*"(a) il suo valore cambia in relazione al cambiamento di un tasso di interesse, di*

15 Girino E., "*I contratti derivati"*, Milano, 2010, 8 ss; Bochicchio F., "*Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario"*, in Contratto e Impresa, 2009, pag. 308 il quale osserva che *"il collegamento tra due contratti, che così si crea negli strumenti derivati con finalità di copertura, collegamento unilaterale alla luce della strumentalità della stipula del contratto relativo allo strumento derivato rispetto alla stipula del contratto relativo alla posizione sottostante, è di mero fatto e non di diritto, in quanto la mancanza di validità e/o efficacia del contratto relativo alla posizione sottostante 'da coprire' con lo strumento derivato non incide in alcun modo sulla validità ed efficacia dei contratti relativi allo strumento derivato, proprio per l'autonomia finanziaria che contraddistingue quest'ultimo"*.

16 Questo principio è stato emanato dall'*International Accounting Standard Board* (IASB) nel dicembre 1998 ed è applicabile a partire dal 1° gennaio 2001.

*un prezzo di uno strumento finanziario, di un prezzo di una merce, di un tasso di cambio in valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un merito di credito (rating) o indici di credito o altra variabile prestabilita,* a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, questa non sia specifica di una delle parti contrattuali *(alcune volte denominata "sottostante");*

*(b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato;*

*(c) è regolato a data futura, con regolamento differito rispetto alla data di negoziazione".*

La prima caratteristica richiama l'etimologia del termine "derivato", il cui valore dipende, "deriva" per l'appunto, dall'andamento di un'attività sottostante (*underlying asset*) che può essere di natura finanziaria (tassi di interesse, tassi di cambio, ecc.) sia natura non finanziaria (per esempio i prezzi delle materie prime). In questo secondo caso però, affinché si possa parlare di derivato, è necessario che la variabile non finanziaria sottostante non faccia riferimento a grandezze proprie di una delle parti contrattuali.[17]

Un contratto derivato potrebbe inoltre avere anche più di una variabile sottostante, come accade, ad esempio, nel caso dei *cross currency interest rate swaps*, una tipologia di derivati su valute di cui parleremo più avanti.

Uno tra i più complessi problemi della categoria riguarda la determinazione del valore di tali strumenti finanziari o, meglio della loro stima. Si tratta di un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi.

Per esplicitare il legame tra contratto derivato e variabile sottostante si ricorre, in genere, all'individuazione di un valore nozionale, valore che non rappresenta il valore effettivo del derivato, ma serve per determinare il valore di regolamento/estinzione dello stesso oppure i flussi di cassa generati dallo strumento e può essere rappresentato, ad esempio, da un certo ammontare di

17 Pisoni P., Bava F., Busso D., Devall A., *"Derivati di copertura e derivati di negoziazione. Iscrizione in bilancio e valutazione"*, Contabilità finanza e controllo, giugno 2009, p. 497-498

valuta, da un certo numero di azioni, da una determinata quantità di materia prima.

Questo valore nozionale può essere effettivamente scambiato tra le parti (e in questo caso si parla di *settlement by physical delivery*), o può essere semplicemente un valore di riferimento per individuare i flussi generati dal derivato, senza essere mai effettivamente scambiato (e in questo caso si parla di *net cash settlement*).

La stima del valore dei prodotti derivati richiede la simulazione dei possibili scenari futuri delle attività sottostanti al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del "*pay-off"*ovvero la relazione (matematica) tra il valore del derivato e quello del bene sottostante e che ne costituisce il risultato finanziario (o più banalmente, il saldo).[18]

In altre parole, il valore del derivato è la media dei valori possibili del *pay-off* ma ponderati in base alle probabilità di ciascuno scenario (avranno maggiore peso gli scenari più probabili). Da questo va scontato il valore finanziario del tempo (cioè la distanza tra il momento della valutazione e quello dell'accadimento).

I contratti derivati quindi, sono contratti aleatori, in quanto la misura delle prestazioni è collegata a un elemento incerto all'atto della stipula.

Una seconda caratteristica che accomuna le diverse tipologie di strumenti derivati è costituita dall'assenza di un investimento netto iniziale (*initial net investment*) o quanto meno dall'esiguità dei movimenti finanziari al momento della stipula del contratto.[19]

Questa caratteristica si ricollega ad uno dei principali vantaggi offerti dall'utilizzo dei derivati, ossia la possibilità di riprodurre gli effetti di un'operazione a pronti, limitando gli impegni effettivi di capitale.

Proprio dal divario tra il valore nominale dei contratti e le somme realmente

18 HULL J. C., *"Opzioni, futures ed altri derivati (traduzione di E. Barone)*", Prentice-Hall International, Il Sole 24 Ore, 2006, pag. 140 ss.

19 Parbonetti A., *"I principi contabili internazionali: immobilizzazioni e strumenti finanziari",* Carocci, Roma, 2010.

impiegate discende la convenienza economica nell'uso dei prodotti derivati.

Tuttavia, la caratteristica in parola, definita "*effetto leva*"[20], non è solo alla base dell'efficienza dei derivati, ma risulta anche essere alla base di un incentivo all'azione speculativa, nonché fonte della rischiosità intrinseca di tali strumenti.[21]

Infatti, se da un lato essi consentono elevati guadagni a fronte di limitati investimenti di capitale, dall'altro possono specularmente provocare perdite molto ingenti, anche superiori a quanto investito inizialmente.

L'ultima caratteristica che accomuna i derivati consiste nel fatto che in tutti questi contratti è presente una data futura prefissata di scadenza.

Il regolamento può avvenire o attraverso la consegna fisica dell'attività sottostante con contropartita il flusso di cassa previsto dal contratto (*physical settlement*) oppure mediante il pagamento per cassa di una somma di denaro pari alla differenza tra il prezzo stabilito nel contratto e il prezzo di mercato della variabile sottostante alla scadenza del derivato (*net cash settlement*).

Nel caso in cui le parti debbano regolare direttamente tutti i flussi di cassa previsti dal contratto si parla di regolamento lordo (*gross settlement*); quando invece i flussi previsti sono compensati e si procede a un unico versamento da un soggetto all'altro si parla di regolamento netto (*net settlement*).

In sintesi, è possibile affermare che i prodotti di finanza derivata, pur appartenendo a una categoria molto ampia ed eterogenea, sono riconducibili a uno schema negoziale di base che prevede l'acquisto o la vendita della grandezza sottostante a una data futura e a un prezzo prefissato, oppure la regolamentazione, a una data futura, del differenziale fra il tasso di interesse, di cambio o di un altro indicatore determinato nel contratto e il medesimo a una data prestabilita.

---

20 Dezzani F., Dezzani L., "*I prodotti derivati: tipologie e contabilizzazione",* Circolare Guardia di finanza n. 83607/2012. Questo effetto permette di utilizzare somme ridotte per speculare su importi più elevati.

21 La sottoscrizione di un contratto derivato consente infatti di amplificare la leva finanziaria e comporta l'assunzione di diversi tipi di rischio: oltre al rischio di un'evoluzione sfavorevole delle variabili di mercato rispetto a cui il derivato è stipulato (tassi di interesse, cambi, prezzi, o quant'altro), vi sono rischi legati all'eventualità che la parte debitrice sia inadempiente, a errori umani, a disfunzioni dei sistemi interni di controllo, a frodi e ad altro ancora.

## 1.3. Le principali classificazioni dei derivati

Il problema della classificazione, in questa sede, è importante sia dal punto di vista teoretico, perché una corretta identificazione degli elementi caratterizzanti ciascuno strumento permette di comprenderne il funzionamento, sia da quello operativo, in quanto consente di rendere più semplice l'individuazione del contratto derivato più idoneo per rispondere alle finalità dell'utilizzatore.

Ad un particolare bisogno possono essere associati indifferentemente strumenti diversi che, da una parte, permettono il soddisfacimento del bisogno, ma, dall'altra, richiedono un attento processo di valutazione e di scelta, poiché le conseguenze del loro utilizzo possono risultare profondamente differenti.

Alla luce della definizione di strumento derivato sopra esposta, è opportuno chiarire che non è possibile delineare in modo netto e definitivo il confine tra le differenti tipologie di strumenti derivati. Inoltre, l'estrema duttilità che contraddistingue tali strumenti ha comportato la nascita di una serie quasi indefinita di strumenti che si differenziano tra loro anche per piccole caratteristiche sia formali che sostanziali. Si è allora incominciato a parlare di "*finanza creativa"*[22] per indicare quel fenomeno che ha dato luogo alla produzione di una molteplicità di strumenti finanziari derivati con caratteristiche strutturali e livelli di complessità assai differenti.

Basti pensare al fatto che recentemente, soprattutto in alcune piazze finanziarie particolarmente sofisticate, sono stati introdotti derivati sulle variabili climatiche "*weather derivatives"*[23], sulle tariffe di trasporto "*freight derivatives",* sugli immobili "*real estate derivatives"* e sulle quote di emissione antropica di gas a effetto serra "*EU emissions allowance transactions"*[24]*,* a conferma della larga

22 Maffeis D., "*Contratti derivati",* in Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2011, 696*;* Girino E., "*Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale"*, in Banca, Borsa e Titoli di Credito*,* 2011; Piccinini V.*, "La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative",* op. cit., in Contratto e Impresa, 2010, pag. 500 ss.

23 La categoria dei *"weather derivatives"* e più in generale dei cosiddetti *"derivati esotici"* sono contemplati nell'art. 1 comma 2, lett. j), del TUF.

24 Colavito F., Righetti S., "*La gestione finanziaria del rischio temperatura tramite l'uso dei derivati meteorologici"*, in Amministrazione & finanza*,* 2005, fasc. 57, pag. 39 ss.

diffusione di tale strumento e della fervida fantasia degli operatori finanziari.
Coerentemente con lo scopo di questo elaborato, si analizzeranno solamente i derivati più semplici, in quanto strumenti più complessi difficilmente sono utilizzati dalle imprese non finanziarie e, in particolar modo, dalle imprese industriali e commerciali italiane.
Gli strumenti finanziari derivati si distinguono in due macro-categorie, i contratti derivati simmetrici e quelli asimmetrici. Questo criterio di classificazione fa riferimento alle modalità di ripartizione del risultato economico dell'operazione tra i contraenti.
Gli strumenti finanziari derivati simmetrici, o "*forward based*" (come i *futures*, i *forwards* e gli *swaps)*, sono così denominati in quanto le controparti hanno tutte e due le stesse facoltà e gli stessi obblighi da rispettare: per esempio, a scadenza del contratto, uno dei contraenti è obbligato ad acquistare una certa quantità di merce ad un determinato prezzo, mentre l'altro è obbligato a vendere la stessa quantità al prezzo stabilito. La simmetria delle posizioni può inoltre essere vista dal lato puramente economico, infatti, se un soggetto ottiene un guadagno dal contratto, la controparte rileva una perdita per lo stesso importo, sono in sostanza dei contratti a somma zero, in cui ciò che è guadagnato da una delle controparti è perduto dall'altra.
Diversamente rispetto agli strumenti simmetrici, negli strumenti asimmetrici, o anche definiti "*option based*" (come tutti i contratti di opzione), non si ha una specularità delle prestazioni, a fronte di un obbligo da parte di un soggetto di eseguire la prestazione richiesta dal contratto, l'altro, avrà la facoltà di decidere o meno se esigerla. In questo caso, il titolare dell'opzione potrà decidere di esercitare la prestazione solamente nel caso in cui questa gli permetterà di realizzare un profitto, annullando il rischio di dover dare esecuzione al contratto nel caso in cui per lui non sia conveniente. L'esistenza di questo sbilanciamento fra le posizioni viene accettata dalla parte sfavorita a fronte di un compenso monetario chiamato premio che viene trasferito dall'acquirente dell'opzione al venditore. Questo compenso viene versato immediatamente al momento

dell'acquisto dell'opzione e calcolato in funzione della possibilità che questo diritto venga esercitato o meno alla scadenza. Tanto più c'è la possibilità che questo diritto venga esercitato, sfavorendo il venditore, tanto più il prezzo a cui l'opzione verrà venduta sarà elevato.

Un altro criterio di classificazione è quella che si concentra sulle specifiche contrattuali dei singoli prodotti. In base alle caratteristiche tecniche di funzionamento si individuano quattro principali tipologie di strumenti derivati:

- i contratti *forward* (o a termine) sono dei contratti negoziati al di fuori del mercato regolamentato, con cui le parti si impegnano alla compravendita di una determinata attività a un prezzo prefissato e a una certa data futura;
- i *futures* sono dei contratti a termine, che però differiscono da questi per il fatto che sono dei contratti standardizzati, negoziati su un mercato organizzato, sulle cui transazioni e liquidazioni sovrintende una terza parte: la Cassa di Compensazione e Garanzia;
- gli *swaps* sono rappresentati da operazioni finanziarie attraverso le quali i contraenti si impegnano a versare o riscuotere una serie di flussi di cassa, a scadenze prestabilite, determinati in base all'andamento di particolari indicatori finanziari (tassi d'interesse) o valutari (tassi di cambio);
- le opzioni attribuiscono al compratore il diritto di scegliere se eseguire o meno il contratto, ovvero la facoltà di acquistare o vendere, entro o alla data di conclusione del contratto, la grandezza di riferimento ad un prezzo prestabilito oppure di lasciare decadere l'opzione e dunque subire una perdita limitata al relativo costo di acquisto.

Sulla base della tipologia di sottostante, distinguiamo i *commodity derivatives*, nei quali il sottostante è un'attività reale, dai *financial derivatives*, in cui il sottostante è un'attività finanziaria ad esempio un tasso di interesse, un tasso di cambio, azioni, obbligazioni, indici azionari ecc. Tra i *financial derivatives* poi distinguiamo i derivati finanziari (in senso stretto), relativi ad attività finanziarie, e i derivati creditizi che hanno la finalità di trasferire il rischio creditizio sottostante ad una determinata attività dal soggetto che acquista protezione a

colui che la vende.

Combinando le fattispecie contrattuali appena delineate con le più frequenti attività sottostanti degli strumenti derivati, si è in grado di elaborare un quadro di sintesi in cui vengono individuate le singole tipologie di contratti derivati offerti dal mercato.

Tabella 1.1.: Offerta di derivati nei marcati finanziari

| | FORWARD | FUTERES | OPTIONS | SWAP |
|---|---|---|---|---|
| STOCK | | X | X | |
| BOND | | X | X | |
| INTEREST RATES | X | X | X | X |
| EXCHANGE RATES (CURRENCIES) | X | X | X | X |
| STOCK INDEXES | | X | X | |
| COMMODITIES | X | X | X | X |
| CREDIT | X | | X | X |
| WEATHER | X | X | X | |

Altro criterio in base al quale operare una classificazione è quello che fa riferimento al luogo in cui questi strumenti vengono negoziati.

Esistono infatti:

- derivati negoziati in mercati regolamentati (o organizzati)[25]*;*
- e derivati scambiati fuori borsa, *over the counter (Otc) derivatives*.

Se il contratto derivato viene negoziato nei mercati regolamentati, come avviene nei contratti finanziari a termine e nei contratti di opzione, allora la controparte sarà un intermediario finanziario. Se, al contrario, il contratto derivato viene negoziato al di fuori di essi, come accade per gli *swaps*, la controparte dell'investitore può essere un soggetto privato.

La negoziazione nei mercati regolamentati presuppone un maggiore tutela delle parti, in quanto si basano su norme che stabiliscono i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, i soggetti autorizzati ad operarvi e i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

25 In Italia il mercato regolamentato degli strumenti derivati è denominato IDEM ed è gestito da Borsa Italiana S.p.A. (esiste anche il mercato SeDeX sul quale vengono invece scambiati i derivati cartolarizzati).

Le negoziazioni avvengono normalmente su strumenti derivati di tipo standardizzato, con caratteristiche uniformi per quanto riguarda prezzo, ammontare unitario, scadenza e termini di consegna.

Per proteggere l'interesse pubblico, sui singoli mercati operano le Casse di Compensazione (*Clearing Houses*), in sostanza degli intermediari delle transazioni che garantiscono la solvibilità delle parti e l'integrità del mercato.[26]

La *Clearing House* svolge un compito ben preciso, si interpone tra i compratori e i venditori al fine di eliminare il rischio di insolvenza che altrimenti resterebbe in capo ai singoli.

In altre parole, la C*learing House* funge da controparte giuridica in tutte le posizioni esistenti garantendo così la solvibilità dell'intero mercato. Infatti, i prodotti derivati negoziati in mercati regolamentati si contraddistinguono per un rischio di credito, ossia di insolvenza della controparte praticamente nullo e in virtù della loro standardizzazione limitano pure il rischio di liquidità, ossia di non riuscire a smobilizzare facilmente l'investimento.

In ogni caso, anche la *Clearing House* opera in modo da limitare al minimo i propri rischi, non assume mai posizioni aperte sul mercato da cui possono emergere delle perdite non compensate (il numero di contratti acquistati e venduti coincide sempre), intrattiene rapporti solamente con operatori contraddistinti da un elevato *rating* creditizio e che soddisfano severi requisiti professionali e patrimoniali e infine richiede, a titolo preventivo, il versamento di somme di denaro (che prende il nome di margini) a garanzia del buon fine delle operazioni.

Esistono diverse tipologie di margini, tra cui spiccano per importanza, il margine iniziale e quello di variazione. Il primo consiste in una sorta di deposito cauzionale versato alla *Clearing House* all'apertura di una posizione in *futere*, il cui ammontare è definito in percentuale rispetto al valore nominale o di mercato del contratto. Generalmente il versamento può essere effettuato in contanti oppure tramite titoli di Stato e la sua incidenza percentuale tende a essere più alta

26 In Italia è presente la Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG) che si interpone tra acquirente e venditore per ogni transazione che viene eseguita sul mercato IDEM. La sua attività è sottoposta al controllo di Banca d'Italia e Consob, le quali ne approvano il regolamento.

in presenza di mercati *future* maggiormente volatili.

Questo margine da un lato mira a ridurre il rischio di inadempimento, ma dall'altro è alla base del noto effetto leva e quindi dell'elevata rischiosità potenziale di questi strumenti.

Il margine di variazione è invece il concetto su cui si fonda il meccanismo del *marking to market.* Sulla base di questa procedura si provvede a regolare, al termine della giornata, i guadagni (o le perdite) realizzati (o subite) da parte di ciascun operatore sulla posizione detenuta come conseguenza delle variazioni di prezzo registrate dal *future*. La liquidazione giornaliera della posizione avviene confrontando il prezzo di chiusura del giorno precedente con quello derivante dalla valorizzazione al prezzo di chiusura odierno. Questa differenza rappresenta il profitto (o la perdita) accreditato (o addebitata) sul conto dell'operatore e costituisce il margine di variazione.

Nel caso in cui la variazione giornaliera intacchi il margine iniziale, scatta l'obbligo di reintegro per l'operatore in perdita.[27]

Nei mercati *Otc*, ad esempio il NASDAQ, i contratti che vengono negoziati non sono standardizzati, ma sono perfezionati su base bilaterale e personalizzati con riferimento alle esigenze dei soggetti contraenti che ne stabiliscono liberamente le varie peculiarità (importo, scadenza, tempistica, ecc.); ciò determina difficoltà di circolazione e di trasferimento a controparti diverse da quelle originarie. Ne consegue, una maggior flessibilità contrattuale rispetto ai derivati negoziati nei mercati regolamentati, ma allo stesso tempo un più elevato rischio di liquidità, in quanto risulta difficoltoso chiudere le posizioni aperte, se non con ampi sconti rispetto al loro valore teorico, e di credito, poiché gli intermediari non si fanno garanti della solvibilità delle controparti, non essendoci un mercato secondario di riferimento liquido ed efficiente.[28]

---

27 In alcuni mercati *future* sono previsti dei margini di mantenimento, che rappresentano delle soglie più elastiche da superare prima che venga richiesto il reintegro. Se ad esempio, il margine di mantenimento è pari all'80% del valore nominale del contratto, l'obbligo di reintegro scatterà solamente quando la perdita cumulata erode il margine iniziale per oltre il 20% del suo valore.

28 Come si legge in PATRONI GRIFFI U., "*I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso",* in Rivista di Diritto Bancario, ottobre 2012, n. 23: *"La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il pricing dei contratti.*

Inoltre, la quotazione avviene secondo il principio dell'incontro tra la domanda e l'offerta, per questo il loro valore cambia continuamente e in maniera interdipendente rispetto all'andamento delle borse mondiali.

Proprio per compensare questi profili di rischio, i costi di transazione dei derivati *Otc* sono mediamente più elevati di quelli scambiati nei mercati organizzati.[29]

A maggior tutela degli investitori che operano in mercati *Otc*, il 4 luglio 2012 il Parlamento Europeo ha introdotto il regolamento Ue n. 648/2012 relativo agli strumenti derivati *Otc*, alle controparti centrali e ai repertori di dati sulle negoziazioni, detto anche *Emir – European market infrastructure regulation*.

Il regolamento prescrive l'obbligo di comunicare a repertori di dati sulle negoziazioni[30] la totalità dei contratti derivati conclusi, anche nel mercato *Otc*.

Questo regolamento deriva dall'intento dell'autorità di mitigare il rischio operativo e di dare maggiore trasparenza al mercato dei derivati negoziati al di fuori dei mercati non regolamentati, attraverso la supervisione dell'esposizione degli intermediari e dell'esatta distribuzione dei rischi nel sistema finanziario.

Per tutti i contratti *Otc* con determinate caratteristiche di standardizzazione e liquidità, il regolamento prevede l'obbligo di *Clearing* o di Compensazione e Garanzia cioè il ricorso a una controparte autorizzata o riconosciuta dalla disciplina *Emir.*

Sono soggette all'obbligo di *Clearing* sia le imprese finanziarie che quelle non finanziarie a patto che l'attività speculativa superi un certo valore; sono invece escluse le operazioni infragruppo.

Inoltre, il regolamento prevede alcune misure di mitigazione del rischio per contratti *Otc* non soggetti a *Clearing*.[31]

---

*L'assenza di una controparte centrale che garantisce il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati, comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto marking to market)".*

29 KPMG, *"Gli strumenti derivati. Il nuovo manuale operativo per la banca e la finanza"*, Edibank, Milano, pp. 17-19.

30 "*Database soggetti a registrazione e vigilanza da parte dell'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati"* in MAZZINI F., "*Derivati Otc: definiti i ruoli di Bankitalia e Consob"*, in Riviste 24 Guida al diritto, 26.09.2013, n. 7 Monografia, 92ss.

31 Per un ulteriore approfondimento si veda: Caracino U., Tassinari T., Zitiello e Associati Studio legale**,** **"***Gli strumenti derivati OTC: i nuovi scenari normativi",* in Portale di Diritto Bancario, Finanza, Gennaio

Tenendo conto della distinzione tra mercati regolamentati e mercati non regolamentati il grado di copertura dell'offerta nei mercati derivati è quella sintetizzato nella tabella 1.2.

Tabella 1.2.: grado di copertura sui derivati offerto dai mercati ufficiali e dai mercati *Otc*

| | FORWARD | FUTERES | OPTION | SWAP | CREDIT DERIVATIVES |
|---|---|---|---|---|---|
| EXCHANGES | | X | X | | |
| OTC | X | | X | X | X |

L'ultimo criterio di classificazione dei derivati che ci interessa ricordare riguarda la finalità di stipulazione dello strumento derivato, che ci consente di distinguere gli strumenti in questione tra derivati di copertura, che consentono all'operatore di coprire i rischi sopportati nei mercati dalle attività sottostanti, e derivati di speculazione (o negoziazione) che consentono all'operatore di assumere una specifica posizione di rischio sulla base delle proprie aspettative in merito all'andamento di alcune variabili di mercato.

## 1.4. Le cause dei contratti derivati

Come abbiamo già accennato, i derivati possono essere utilizzati dalle aziende in diversi modi a seconda delle esigenze e delle strategie che l'operatore vuole mettere in atto.

In particolare, i derivati possono essere impiegati per assolvere principalmente a tre differenti finalità[32]: copertura (*hedging*), speculazione (*trading*) e arbitraggio (*arbitrage*).

Come avremo modo di vedere nel terzo capitolo, le società utilizzano principalmente i derivati come strumento di copertura dei rischi finanziari a cui l'attivo o il passivo di stato patrimoniale è sottoposto.

2012.

32 Queste funzioni coincidono con i principali tipi di operatori presenti sui mercati, *hedger*, arbitraggisti e speculatori, Hull J., "*Opzioni, futures e altri derivati"*, Pearson Italia, Milano, 2012, p.11.

In sostanza, l'utilizzo di un derivato come copertura permette di fare i modo che i guadagni (o perdite) legati all'elemento coperto siano compensati dalle perdite (o guadagni) derivanti dall'andamento del derivato.

Per proteggersi dal rischio di oscillazione dei tassi d'interesse le società utilizzano principalmente contratti *swap* che vengono stipulati in modo tale che le rate da pagarsi diventino uguali (come se l'indebitamento fosse a tasso fisso e non variabile), consentendo una programmazione del flusso dei pagamenti.

Questo fenomeno si è verificato insistentemente negli ultimi anni nelle piccole e medie imprese italiane, le quali, attraverso la conclusione di contratti *swap* hanno cercato di ridurre le conseguenze negative prodotte dai crescenti tassi di interesse.[33]

Tali contratti non servono però alle sole società, bensì anche agli intermediari, i quali si assicurano contro il rischio opposto, in quanto il tasso variabile potrebbe variare anche in senso decrescente, risultando così il contratto di finanziamento sconveniente per la banca. Si determina quindi non solo la soglia massima oltre la quale è l'intermediario a dover versare la somma alla società, ma anche la soglia minima, sotto la quale è la società a dover versare una somma di denaro all'intermediario: è così che la banca può garantirsi di mantenere il contratto di finanziamento lucrativo.

L'obiettivo di copertura è meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, essendo la stessa finalità del contratto di assicurazione, che, ai sensi dell'art 1882 Codice Civile, "*è il contratto col quale l'assicuratore, verso il pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana"*.

In virtù del principio di autonomia contrattuale sancito dall'art. 1332, comma 2, "*le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico"*.

33 Sangiovanni V., *"I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza"*, Cedam, Padova, 2010.

Nonostante i tentativi operati dalla dottrina per ricondurre i contratti derivati all'interno dello schema di qualche contratto tipico previsto dal nostro ordinamento giuridico, questi non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare.

Si è fatto talora riferimento al contratto di assicurazione per via della identità della finalità ma in questo contratto il rischio è corso solo dall'assicurato, mentre nei contratti derivati resta in capo ad entrambi i contraenti. Inoltre, nei contratti di assicurazione è sempre determinato chi debba effettuare la prestazione in conseguenza dell'evento dedotto in contratto (l'assicuratore), mentre nel contratto derivato può variare a seconda dell'andamento del parametro sottostante.

Stante la loro atipicità, i contratti derivati possono essere accettati solo se meritevoli di tutela, carattere che si ravvisa nella loro finalità di copertura e di riduzione dei rischi.

Per meglio comprendere la funzione di copertura dei contratti derivati si può proporre un esempio.

Un'impresa alimentare deve acquistare tra 2 mesi 100.000 bushel[34] di grano .

Temendo un rialzo nei prezzi del grano, l'impresa decide di cautelarsi da tale rischio acquistando opzioni *call* sul frumento con *strike price* pari a 37$/bushel.

Il prezzo di ciascuna opzione (premio) è 5$/bushel e il prezzo massimo che l'impresa è disposta a pagare per l'acquisto di grano è di 37 + 5 = 42$/bushel.

Se la quantità *standard* di un contratto è di 1.000 buschel, il numero di opzioni acquistate è pari 100.

Il premio versato è quindi, di:

x=5$/*bushel* x 1000 *bushel* x 100 contratti = 500.000$.

Il giorno della scadenza il prezzo a pronti del frumento è di 45$/bushel e quindi l'impresa acquista il grano esercitando l'opzione, evitando in tal modo di subire gli effetti negativi del rialzo dei prezzi del frumento.

I derivati possono anche essere utilizzati con finalità di speculazione. La speculazione prevede che l'acquisto dello strumento non venga fatto in funzione

34 Unità di misura americana per i cereali e altri prodotti agricoli, usata nelle negoziazioni di Borsa.

di copertura di un rischio, ma in base alle aspettative future di profitto calcolate sulla base di come varierà il prezzo del sottostante. In particolare, lo speculatore acquista derivati con quotazione bassa per poi rivenderli quando il loro valore è più elevato, guadagnando la differenza fra il prezzo di acquisto e quello di vendita, oppure, vende al prezzo spot i contratti in suo possesso per ricomprarli a termine, quando il prezzo è più basso.

Come per gli altri strumenti finanziari, la vendita e l'acquisto di derivati a fini speculativi si fonda su delle aspettative più o meno probabili di rialzo o ribasso dei prezzi. Con l'acquisto di un derivato, lo speculatore si assume un rischio (diversamente da quanto accade se si mette in atto una copertura): ha infatti sia la possibilità di ottenere degli alti guadagni, ma allo sesso tempo potrebbe andare incontro a delle forti perdite.

Quindi, è netta la differenza con i derivati aventi finalità di *hedging*, i quali perseguono il fine di evitare una perdita e non di lucrare un guadagno.

Quanto ai contratti derivati aventi finalità di arbitraggio, questi sono ipotizzabili quasi solo teoricamente, come operazioni consistenti nel bloccare un profitto assolutamente privo di elementi di rischio, entrando simultaneamente in transazioni su due o più mercati che presentano prezzi disallineati per lo stesso oggetto, ad esempio acquistando un quantitativo di azioni nel mercato dove costano meno e rivenderle in un altro mercato, lucrandoci la differenza.

All'atto pratico tali operazioni sono difficilmente riscontrabili, perché al verificarsi del primo margine di arbitraggio, questo sarebbe immediatamente chiuso da una domanda/offerta potenzialmente infinita, inoltre, per avere un'effettiva opportunità di arbitraggio, occorre che il disallineamento sia sufficiente a consentire un profitto positivo, considerando i costi di transazione.

Dato che anche la minima variazione può determinare la perdita dell'opportunità di arbitraggio, per perseguire questa finalità occorre un'attività di monitoraggio costante che solo operatori specializzati e sofisticati possono garantirsi, tant'è che molto spesso gli operatori hanno sfruttato tale finalità facendone un uso

criminoso per conseguire illeciti profitti personali.[35]

In questi casi ci sarebbero i margini per affermare che il negozio persegue finalità non meritevoli di tutela, precludendone l'ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico.

Tale *impasse* è stata superata dalla giurisprudenza[36] la quale, avendo riguardo ad un contratto di *interest rate swap*, ha affermato che se questo è stipulato a scopo meramente speculativo, privo dunque di uno scopo assicurativo, questo è ammissibile alla scommessa. Ciò è dato dal fatto che la banca, senza previo indebitamento sottostante di un'impresa e senza necessità di porre in essere un'operazione, scommette una certa somma auspicando che i tassi si muovano in una certa direzione; se ciò si realizza la banca ne consegue un guadagno.

L'attuale Regolamento Intermediari Consob[37] parrebbe ammettere i derivati aventi finalità di *trading*, stabilendo a carico degli intermediari la descrizione dei rischi derivanti dalla conclusione del contratto, la descrizione dei rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento.

Vediamo un esempio di utilizzo di un derivato con finalità speculative.

Un investitore decide di acquistare in data 15 settembre un'opzione *call* di tipo europea sull'oro con scadenza 15 dicembre. Il prezzo di esercizio è pari a $ 360 per oncia d'oro ed il premio è di $ 6,6. Se la quantità standard del contratto è di 100 once, in data 15 settembre l'investitore versa un importo pari a:

x= 6,6$/oncia x 100once =$660.

Pagando tale importo lo speculatore ha acquisito il diritto a comprare, alla scadenza 100 once d'oro ad un prezzo di $ 36.000 ed eserciterà tale diritto se il giorno della scadenza il prezzo spot dell'oro sarà superiore al prezzo di esercizio ($ 360).

Il giorno della scadenza la quotazione dell'oro presso il CME è di $ 370.

35 Zhang P., "*Baring Bank, bankrupcy and financial derivatives"*, Singapore, 1995.

36 Sentenza del tribunale di Lanciano, 6 dicembre 2005, in Giurisprudenza. Commerciale., 2007, II, pag. 131 ss., con nota di S. Gilotta.

37 Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli intermediari.

L'investitore esercita la sua opzione, acquista 100 once d'oro pagando $ 36.000 e rivende la stessa quantità sul mercato a pronti ricavando $ 37.000.
Con questa operazione lo speculatore ottiene un guadagno pari alla differenza tra il prezzo spot e lo *strike price* diminuita del valore del premio di esercizio opportunamente attualizzato. Infatti, il premio di esercizio, pagato il 15 settembre, deve essere aumentato del rateo di interesse maturato nel periodo 15 settembre -15 dicembre. Supponendo di essere in regime di interesse semplice e che l'investitore possa finanziarsi ad un tasso di interesse del 6%, il profitto dell'operazione di speculazione è:
p=($37.000 - $36.000) - $660 x (1 + 0,06 x 92giorni/365giorni) = $ 330.

## 1.5. Le principali tipologie di strumenti derivati

Nonostante sia estremamente difficile fornire una classificazione esaustiva e completa dei derivati, in quanto si tratta di strumenti in continua evoluzione, in questo paragrafo, si cercherà di delinearne le principali categorie.

### 1.5.1. I *forward*

Un *forward* o "contratto a termine" è un accordo tra due soggetti per la consegna di una determinata quantità di un sottostante ad un prezzo (prezzo di consegna) e ad una data (data di scadenza o *maturity date*) prefissati.
In altre parole, può essere definito come una compravendita nella quale vi è la presenza di un *gap* temporale tra il momento dell'accordo ed il momento del regolamento.
Rispetto ad una normale negoziazione (contratto "a pronti" o negoziazione spot) nella quale le parti (acquirente e venditore), trovato l'accordo sulle caratteristiche del bene scambiato, sul prezzo e sulla quantità oggetto di negoziazione, danno

immediata esecuzione al contratto consegnando l'attività oggetto di negoziazione a fronte del pagamento del prezzo, in un contratto a termine le parti, definiti i termini dell'accordo (oggetto, quantità e prezzo), rimandano il momento dello scambio (regolamento o "*settlement*") ad una data futura (termine del contratto).

E' un contratto derivato simmetrico in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza.

L'acquirente del contratto a termine, vale a dire colui che si impegna alla scadenza a corrispondere il prezzo di consegna per ricevere il sottostante, apre una posizione lunga (*long position*), mentre il venditore, vale a dire colui che si impegna alla scadenza a consegnare il sottostante per ricevere il prezzo di consegna, apre una posizione corta (*short position*).

Il prezzo concordato viene detto prezzo di consegna (o *delivery price*) e viene concordato all'atto della stipula del *forward* in modo tale che il valore iniziale del contratto sia nullo.

Pertanto, l'assunzione di una posizione, lunga o corta, in *forward* non comporta alcun esborso monetario immediato. Ciò è ottenuto ponendo il prezzo di consegna, cioè quello previsto nel contratto, pari al prezzo a termine. Quest'ultimo è uguale al prezzo corrente del sottostante, cosiddetto prezzo a pronti o anche prezzo spot, capitalizzato per il tasso di interesse privo di rischio e per la durata dello strumento finanziario.

In altre parole si deve manifestare la seguente equivalenza[38]:

$$F_o = S_0(1 + r)^T$$

dove:

$F_o$ = Prezzo forword o prezzo di consegna del sottostate,

$S_o$ = Prezzo spot del sottostante al momento della stipulazione del contratto,

r = Tasso di interesse risk free,

T = Tempo alla scadenza del forward.

38 Marcon C., "*Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive",* Cedam, 2013, pag. 49.

A queste condizioni, infatti è indifferente acquistare a pronti oppure a termine e la probabilità dell'acquirente e del venditore di ottenere un utile o una perdita si equivalgono, giustificando il mancato versamento di alcun corrispettivo all'origine del contratto.[39]

Va da sé che, se inizialmente il prezzo a termine coincide con il prezzo di consegna, successivamente, durante la vita del contratto, si modificherà in ragione, essenzialmente, dei movimenti del prezzo corrente che il sottostante via via assume.

Le variazioni del valore sottostante determinano il profilo di rischio/rendimento di un contratto a termine che può essere così riassunto:

- per l'acquirente del contratto, cioè colui che deve comprare un bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dal deprezzamento del bene. In questo caso, infatti, egli sarebbe comunque costretto a pagare il prezzo già fissato nel contratto per un bene il cui valore di mercato è minore del prezzo da pagare: se l'acquirente non fosse vincolato dal contratto, potrebbe più vantaggiosamente acquistare il bene sul mercato ad un prezzo minore. Per la ragione opposta, in caso di apprezzamento del sottostante, egli maturerà un guadagno, in quanto acquisterà ad un certo prezzo ciò che vale di più;
- per il venditore del contratto, cioè colui che deve vendere un certo bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dall'apprezzamento del bene. L'impegno contrattuale, infatti, lo costringe a vendere il bene ad un prezzo inferiore a quello che realizzerebbe sul mercato. Conseguirà invece un guadagno in caso di deprezzamento del sottostante, in quanto, grazie al contratto stipulato, venderà il bene ad un prezzo superiore a quello di mercato.

L 'esecuzione del contratto alla scadenza può realizzarsi con:

- l'effettiva consegna del bene sottostante da parte del venditore

39 Bertinetti G., Buongiorno M., Busso D., *"Gli strumenti forward-based per la copertura del rischio di cambio e di tasso: aspetti finanziari e contabili"*, in Bilancio, Vigilanza e Controlli, luglio 2007, pagg 26-43.

all'acquirente, dietro pagamento del prezzo di consegna, in questo caso si parla di consegna fisica o *physical delivery;*

- il pagamento del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del sottostante, al momento della scadenza, e il prezzo di consegna indicato nel contratto. Tale differenza, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente del contratto e viceversa se negativa: in questo caso si parla di consegna per differenziale o *cash settlement.*

Per meglio comprendere sia la differenza tra uno strumento spot e uno a termine sia le conseguenze economiche di quest'ultimo si consideri un contratto di *sell and buy-back.*[40]

Questo prevede la vendita a pronti di un bene e il successivo riacquisto dello stesso da parte del primo venditore, dopo un definito periodo di tempo.

Si immagini per esempio un operatore privato che acquista in data odierna un'auto al prezzo di 25.000 euro, disponibile dal concessionario in pronta consegna.

Le due controparti non stipulano tuttavia una semplice compravendita, il loro contratto prevede un ulteriore accordo, in base al quale il concessionario si impegna a riacquistare il bene usato dopo due anni, al prezzo di 18.000 euro.

Il contratto prevede quindi due distinte transazioni, la prima regolata al prezzo di 25.000 euro rappresenta una transazione a pronti; la seconda invece costituisce una transazione a termine: la consegna e il relativo pagamento dell'auto usata avranno luogo a due anni della stipulazione dell'accordo.

Se il mercato ufficiale delle auto usate quota dopo due anni un prezzo inferiore a 18.000 euro per il modello in esame, l'acquirente iniziale della vettura realizzerà un guadagno grazie alla stipula della clausola di *buy-back.*

Il concessionario, in modo simmetrico, registrerà una perdita: si è impegnato a pagare 18.000 euro un'auto che, alla data di conclusione della transazione a termine, presenta sul mercato un valore inferiore.

40 Munari L., "S*trumenti finanziari e creditizi. Dai bisogni alle soluzioni",* McGraw-hill Education, Milano, 2015, pagg. 402-403.

La situazione opposta si determina nel caso in cui il deprezzamento del valore dell'auto risulti nell'arco del biennio inferiore a quanto inizialmente previsto e il modello, dopo due anni, sia quotato sul mercato a pronti a un prezzo superiore a 18.000 euro.

Come si è già evidenziato, una delle caratteristiche più significative del *forward* è quella di essere negoziato sul mercato , quindi le controparti hanno la possibilità di definire in piena libertà il sottostante, la quantità oggetto di negoziazione (a termine) e la data di scadenza, quindi le clausole dell'accordo non risultano standardizzate.

Di contro, essendo negoziati su mercati fuori borsa, da un lato non offrono garanzie di agevole reperimento della controparte e di elevata liquidità dei contratti, e dall'altro lato con la stipula di tale contratto ciascun operatore si assume il rischio di inadempienza della controparte alla data di consegna, in quanto non vi è la presenza di un intermediario super partes in grado di interporsi tra i contraenti a garanzia della rispettiva solvibilità.

Questo non significa che le parti di un contratto *forward* debbano necessariamente realizzare uno scambio diretto puro.

I contraenti possono essere anche assistiti nella transazione da un intermediario.

In tal caso, acquirente e venditore verseranno allo stesso una commissione, pagate a pronti, nel momento della stipulazione del contratto.

Per comprendere il funzionamento di questo strumento è utile analizzare i flussi di cassa che ne derivano, ovvero i pagamenti che vengono scambiati fra le due parti durante tutta la vita del contratto.

Nel contratto *forward*, gli unici flussi di cassa si manifestano alla scadenza, quando l'acquirente riceve il bene sottostante in cambio del prezzo concordato nel contratto, ovvero le due parti si scambiano la differenza fra il prezzo di mercato dell'attività alla scadenza ed il prezzo di consegna indicato nel contratto che, se positiva, sarà dovuta dal venditore all'acquirente e viceversa se negativa.

Non sono previsti flussi di cassa intermedi durante la vita del contratto, sebbene in questo periodo il prezzo a termine del bene sottostante sia soggetto a

modifiche in funzione, essenzialmente, dell'andamento del relativo prezzo corrente di mercato. Di norma, non sono previsti flussi di cassa neanche alla data di stipula, considerato che, come tutti i contratti a termine, sono generalmente strutturati in modo da rendere equivalenti le due prestazioni.

Uno dei contratti *forwards* più diffuso è il *forward* su tassi d'interesse ovvero il *forward rate agreement (FRA)*. Si tratta di un contratto derivato in base al quale due parti si accordano per scambiarsi, alla scadenza del contratto, la differenza tra un tasso fisso (o tasso *forward*) e un tasso variabile di mercato (o *settlement rate*) moltiplicato per la durata del contratto e per il capitale nozionale.

Tipicamente i *FRA* sono negoziati in mercati non regolamentati (*OTC*).

Grazie alla stipula di uno o più contratti *FRA* è possibile proteggersi sia da un eventuale rialzo dei tassi, sia di trasformare i tassi variabili futuri da incerti a certi, in modo tale da riuscire a pianificare meglio l'attività aziendale.

Tale contratto comporta la definizione di tre diverse date: la data di stipulazione dell'accordo (a pronti), la data da cui si iniziano a conteggiare gli interessi (a termine) e la data di scadenza. Il periodo che intercorre tra la data di stipula del contratto e la data a partire dalla quale iniziano a decorrere gli interessi è detto periodo di grazia.

Il capitale nozionale su cui viene applicato il tasso di interesse prefissato non vine scambiato tra la parti ma è solo funzionale al calcolo degli interessi da liquidare.

Alla data di scadenza le parti si scambieranno la differenza tra gli interessi calcolati applicando il tasso contrattuale e il tasso di mercato alla data da cui si iniziano a conteggiare gli interessi.

In particolare, il compratore del *FRA* incassa il differenziale se il tasso di riferimento (ad es. il Libor) è superiore al tasso del contratto (paga il tasso fisso). Viceversa, il venditore del *FRA* incassa il differenziale se il tasso di riferimento è inferiore al tasso contrattuale (acquista il tasso fisso).

Qualora venga convenuto un pagamento anticipato rispetto alla data prevista di liquidazione, come spesso accade, tale importo viene scontato al tasso vigente

alla data futura o *settlement date* per il periodo relativo alla durata del *FRA*.
In ogni caso l'investitore/venditore del *FRA* otterrà dal suo investimento futuro un rendimento pari al tasso *forward* iniziale.
Per tale motivo il venditore di un *FRA* è tipicamente un soggetto che si attende (o che teme) un futuro ribasso dei tassi di interesse, viceversa il compratore di un *FRA* è colui che si attende (o che teme) un aumento dei tassi.
La dicitura che enfatizza le caratteristiche di un contratto *FRA* è composta da 2 numeri:

- il primo indica il periodo intercorrente tra la stipula del contratto e la data di scadenza dell'operazione;
- il secondo indica il periodo intercorrente tra la stipula del contratto e la data di scadenza dell'operazione;
- la differenza tra il secondo numero e il primo individua il periodo di riferimento del tasso variabile.

Ad esempio, un *FRA* "3x9" prevede tra 3 mesi (primo numero) la rilevazione del *fixing* di un tasso a 6 mesi (differenza tra il secondo e il primo numero)
Facciamo un esempio per comprendere il funzionamento dello strumento.
*Supponiamo che un'azienda debba investire fra 6 mesi un capitale di 100.000 € per 6 mesi e tema una diminuzione dei tassi di interesse e quindi una minore remunerazione del suo capitale. L'azienda in questione può decidere dunque di sottoscrivere un FRA 6x12 impegnandosi così a versare fra 6 mesi il tasso al momento in vigore in cambio del tasso fissato al momento della stipula del contratto (il tasso FRA che in questo caso sarà il tasso a 6 mesi che ci sarà fra 6 mesi). Se ipotizziamo un tasso di mercato pari al 4% e un tasso FRA pari al 6%, ne consegue che l'azienda:*

- *incassa dall'investimento: 100.000 x 0.04 x 6/12 = 2.000;*
- *incassa dal FRA: 100.000 x 0.06 x 6/12 = 3.000;*
- *paga sul FRA: 100.000 x 0.04 x 6/12 = 2.000.*

*Complessivamente l'azienda incassa 3.000 €, un importo esattamente pari al tasso del 6% fissato al momento della sottoscrizione del FRA. In tal modo, il*

*rischio di diminuzione del tasso di interesse risulta azzerato.*

### 1.5.2. I *future*

Il *future* è un contratto a termine standardizzato negoziato su mercati regolamentati mediante il quale acquirente e venditore si impegnano a scambiarsi una determinata quantità di una certa attività finanziaria o reale, a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura prestabilita.
È un contratto simmetrico in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza.
L'operatore che acquista il *future* (che si impegna, cioè, ad acquistare a scadenza il sottostante) assume una posizione lunga, mentre l'operatore che vende il future assume una posizione corta.
Nella maggior parte dei casi i *future* non si concludono con la consegna fisica del bene sottostante, infatti gli operatori preferiscono chiudere le posizioni aperte rivendendo un contratto *future* precedentemente acquistato o acquistando il contratto *future* precedentemente venduto; ciò consente di risparmiare sui costi di consegna.
Al contrario, se il *future* giunge a scadenza, potrà essere liquidato, come evidenziato in precedenza, o per *cash settlement* oppure attraverso la consegna fisica dell'attività sottostante. In quest'ultimo caso, l'esatta quantità e qualità dei beni consegnabili sono fissate dal mercato in cui tale contratto viene scambiato.
L'attività sottostante di un *future* può essere un'azione, un'obbligazione, un tasso di interesse a lungo termine, un tasso a breve, una valuta, un indice azionario o una merce.
La dimensione del contratto definisce l'ammontare che il venditore dovrà consegnare al compratore per ogni contratto stipulato.
Il loro prezzo, o *future price*, corrisponde al prezzo di consegna dei contratti *forward* ma, essendo quotato, non è propriamente contrattato fra le parti in

quanto, come tutti i titoli quotati, è il risultato dell'incontro delle proposte di acquisto immesse da chi vuole acquistare con le proposte di vendita immesse da chi intende vendere. Viene di norma indicato in punti indice.

In Italia i *futures* sono negoziati sul mercato IDEM *(Italian Derivative Market*). Esistono tre tipi di contratti: S&P/Mib Futures (contratto *future* scritto sull'indice S&P/Mib, ogni punto indice vale € 5), Mini S&P/Mib (analogo al precedente, ma con un valore di € 1 per ciascun punto indice), Single Stock Futures (*future* scritti su titoli azionari).

Al fine di ridurre i rischi di insolvenza, la Cassa di Compensazione e Garanzia obbliga i contraenti a liquidare quotidianamente le posizioni aperte in future attraverso il meccanismo del *marking-to-market*.

Vi sono anche i *futures* su obbligazioni, mediante i quali le parti si impegnano a scambiare alla scadenza pattuita un certo quantitativo di obbligazioni, in genere titoli di stato, a un prezzo predefinito.

Una caratteristica importante di questi *future* consiste nel fatto che il sottostante è rappresentato da un titolo di stato teorico (o "nozionale") le cui caratteristiche in termini di durata e tasso nominale (cedola) vengono stabilite dal mercato in cui viene negoziato il *future*.

Dato che sul mercato obbligazionario non è sempre presente un titolo di stato con caratteristiche assolutamente identiche a quelle del sottostante del *future*, le borse sono solite utilizzare una procedura per aggiustare, in base al titolo che viene consegnato, il prezzo incassato dal venditore.

Quest'ultimo, infatti, ha la possibilità di scegliere quale obbligazione consegnare tra tutte quelle indicate dall'autorità del mercato in un apposito paniere.

Per ciascun titolo presente nel paniere la borsa calcola il cosiddetto fattore di conversione.

Il prezzo valido per la consegna sarà dato dalla seguente formula:

[prezzo future quotato x fattore di conversione] + rateo di interesse

dove:
- il rateo di interesse rappresenta la parte di cedola già maturata.

Dato che il paniere è in genere composto da un elevato numero di titoli, è possibile individuare quello che risulta essere il "*cheapest to deliver"*, ossia quel titolo che il venditore troverà più conveniente consegnare al compratore.
In conclusione il valore di un *interest rate future* dipende dalle variazioni dei tassi di interesse e dall'effetto che tali variazioni producono sui titoli di stato.
Si possono anche avere derivati di questo tipo con sottostante un deposito bancario: il *time deposit future*. Si tratta di un contratto *future* su tassi di interesse, avente come attività sottostante un deposito a tempo (di durata pari a 1 o 3 mesi) remunerato a un tasso variabile (es. LIBOR)[41] e il valore del contratto è determinato applicando un tasso variabile, che è osservato alla scadenza del contratto *future*, a un ammontare nozionale (es. € 100.000).
Data la natura del contratto, i *futures* su depositi a tempo non prevedono la consegna fisica dei contratti scaduti, ma sono liquidati per *cash settlement*.

### 1.5.3. Gli *swap*

Tra i derivati finanziari di base, lo *swap* è quello che è sorto in tempi relativamente più recenti[42], ma oggigiorno rappresenta la tipologia contrattuale di gran lunga più diffusa.
Nella lingua inglese, il termine *swap* significa scambio e questo termine identifica la sostanza del contratto derivato. Infatti, uno *swap* può essere definito come un contratto derivato simmetrico con il quale due soggetti si impegnano a

41 Il Libor è il London Interbank Offered Rate, il tasso di riferimento per i mercati finanziari europei, ovvero il tasso variabile in base al quale si scambiano denaro le banche operanti nel mercato interbancario londinese.
42 Ufficialmente la prima negoziazione di un contratto Swap si è avuta nel 1981 tra la banca Mondiale e l"azienda IBM. Per approfondimenti si veda Petrella G., "G*li strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale"*, Egea, Milano, 1997, pagg. 77-78.

scambiarsi periodicamente dei flussi finanziari calcolati applicando al medesimo capitale nozionale due diversi parametri riferiti a due diverse variabili di mercato. I pagamenti futuri possono essere espressi nella stessa valuta o in valute diverse e vengono determinati sulla base del valore che una certa variabile sottostante assumerà a una certa data futura.

Lo *swap* quindi è un contratto a prestazioni corrispettive, esiste, infatti, un rapporto di interdipendenza tra le due prestazioni ed è un contratto ad effetti obbligatori in quanto le parti del contratto si impegnano ad eseguire pagamenti futuri.[43]

Gli *swaps* essendo contratti negoziati *Otc,* da un lato offrono una maggiore flessibilità, in quanto vengono di volta in volta stipulati mediante accordi bilaterali tra le parti interessate in modo tale da rispondere alle loro specifiche esigenze, dall'altro lato presentano un rischio di credito non trascurabile, oltre ad una bassa liquidabilità.

In realtà, nelle negoziazioni di uno *swap* intervengono generalmente delle istituzioni finanziarie che assumono il ruolo di controparte diretta della negoziazione stessa.

La presenza degli intermediari finanziari, solitamente dotati di un elevato merito creditizio, contribuisce a ridurre sensibilmente il rischio di credito e agevola la conclusione del contratto in tempi brevi, eliminando le eventuali discordanze di natura temporale o di importo tra le originarie controparti.

Inoltre, per alcune tipologie di *swap*, le istituzioni finanziarie agiscono come *market makers*, ossia forniscono delle quotazioni (denaro e lettera) a cui sono disposte a entrare in uno *swap* senza averne uno di segno opposto con un'altra controparte, alimentando i mercati secondari che garantiscono la possibilità di fuoriuscita anticipata dall'operazione.

43 Ferrero E., *"Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari"*, in Rivista Diritto Commerciale, 1992, pag. 404 ss.

Figura 1.3.: *IRS* con intermediario finanziario




Fonte: Opzioni, *futures* e altri derivati, ottava edizione, John C. Hull

L'elemento che accomuna le diverse tipologie di *swap* è costituito dallo scambio di una serie di flussi finanziari; ciò che le differenzia sono le concrete modalità di determinazione di tali flussi che possono essere definite in maniera diversa perfino a ogni data di liquidazione periodica.

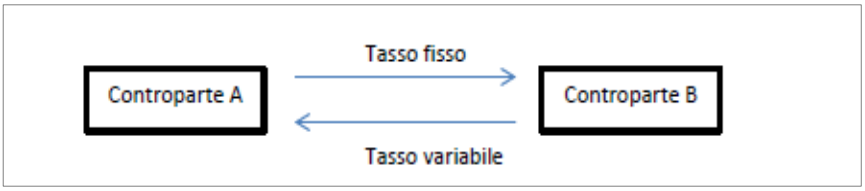
Nonostante le più svariate tipologie di *swap* riscontrabili nella realtà, i più diffusi presentano come sottostante tassi di interesse oppure valute.

Si parla nel primo caso di *interest rate swap (IRS)*, nel secondo di *currency swap*.

L'*IRS* è un contratto mediante il quale due parti si obbligano a scambiarsi periodicamente dei flussi di cassa aventi natura di interesse, determinati rispetto a un capitale nozionale di riferimento, che non viene scambiato, per un dato periodo di tempo stabilito dal contratto.

La tipologia più comune è l' *IRS plain vanilla,* che prevede l'obbligo di una parte contrattuale (*fixed rate payer*) a versare un flusso di pagamento calcolato sulla base di un tasso fisso in corrispondenza di flussi da parte dell'altro contraente (*floating rate payer*) determinati in base a un tasso variabile (ad esempio Euribor 6 mesi)[44], indicizzato a un parametro di mercato, calcolati su un capitale nozionale che rimane costante per tutta la vita del contratto.

Figura 1.4.: *Interest rate swap*




Fonte: Opzioni, *futures* e altri derivati, ottava edizione, John C. Hull

44 L'Euribor è il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in euro che avvengono tra le principali banche europee.

A livello di analisi tecnica, l'*IRS plain vanilla* prevede due sequenze di flussi (dette gambe o *leg)* che si contrappongono:

- la gamba a tasso fisso:

$$fixed\text{-}leg = \frac{tasso\ fisso\% * cap.nozionale * gg\ effettivi}{360}$$

- la gamba a tasso variabile:

$$\text{floating-leg} = \frac{tasso\ variabile\ \% * cap.nozionale * gg\ effettivi}{360}$$

Nel contratto vanno indicate la data di inizio dell'operazione (*effective date*), la data di scadenza (*termination date*), il capitale nozionale di riferimento, la frequenza dei pagamenti (*payment date*) ossia le date in cui vengono scambiati i flussi di interesse, il parametro di indicizzazione, le modalità di individuazione del valore del tasso variabile di riferimento e il valore del tasso fisso.

*L'IRS* è utilizzato dalle imprese, con una logica di copertura, quando decidono di trasformare un finanziamento, e quindi una passività, da un tasso variabile ad uno fisso, senza modificare il contratto di finanziamento originario, eliminando però il rischio che un aumento dei tassi di interesse faccia aumentare il costo dell'indebitamento e il rischio di insolvenza.

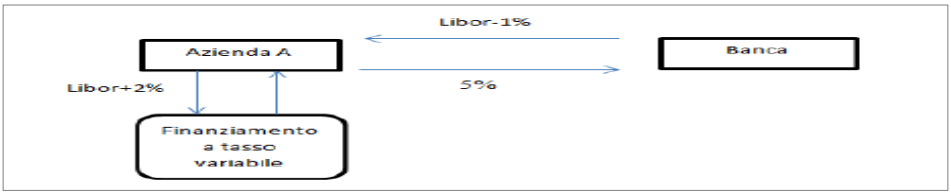
Nello stesso modo un'impresa potrebbe utilizzare lo *swap* per stabilizzare i flussi in entrata provenienti da una determinata attività in uso possesso, per esempio, potrebbe trasformare gli interessi variabili che derivano da un certo titolo in interessi fissi. In entrambi i casi con lo *swap*, l'azienda separerebbe il suo business dal rischio di interesse proveniente dal mercato.

Anche, in questo caso, come nel caso dei *forward*, la copertura annulla sia il rischio di perdite, sia quello di ottenere dei maggiori rendimenti derivanti da una posizione creditoria o debitoria a tasso variabile.

Nel caso specifico di un'impresa che voglia trasformare un finanziamento da

variabile a fisso coprendo il rischio di tasso di interesse, essa deve affiancare al finanziamento uno *swap* con uguali caratteristiche in termini di durata, date di pagamento degli interessi e ammontare del sottostante. Solamente in questo modo, i flussi di cassa in uscita ed in entrata si compenseranno lasciando il finanziamento insensibile alle variazioni di tasso di interesse.

Figura 1.5.: Esempio di *IRS*




Prendiamo, a titolo di esempio, la situazione rappresentata nella figura 1.5. Un'azienda A negozia con dei finanziatori un prestito di 10.000€ ad un tasso variabile Libor +2% con interessi a cadenza annuale, per una durata di 5 anni. Tralasciando il rimborso del capitale, ogni anno l'azienda dovrà pagare un tasso del Libor più una percentuale fissata dal finanziatore. L'azienda, per coprirsi dal rischio, può trasformare il tasso variabile in fisso negoziando con una banca uno *swap*, con cui si impegnerà a versare annualmente, per 5 anni, un importo calcolato in base ad un tasso fisso determinato contrattualmente (per esempio 5%) su un capitale nozionale di 10.000€. Per contro la banca verserà alle stesse scadenze e per lo stesso numero di anni, un importo, calcolato sempre su un capitale nozionale di 10.000€, ma ad un tasso variabile quotato ad un "prezzo denaro" che sarà inferiore al Libor.

Attraverso questo meccanismo, l'azienda avrà un esborso annuale complessivo del valore del Libor +7%, mentre incasserà un valore dato dal Libor -1%. Il risultato finale dell'operazione è la conversione di un debito verso i finanziatori da un tasso variabile ad un tasso fisso annuale dell'8%, annullando il rischio di interesse al quale era esposta.

Ovviamente, oltre che per finalità di copertura, un *IRS* può essere stipulato anche con finalità meramente speculative, puntando a conseguire profitti per effetto dell'assunzione di posizioni di rischio sull'oscillazione di una determinata

variabile.

Se si prevede un rialzo dei tassi di interesse, è possibile stipulare un *IRS* grazie al quale incassare il tasso variabile e pagare il fisso. Nel caso in cui poi l'aspettativa risultasse confermata dal mercato, il contraente otterrà un profitto tanto maggiore quanto maggiore è il rialzo del tasso variabile.

La struttura di un *IRS* è molto simile a quella di un *FRA*, in quanto entrambi i contratti scambiano il differenziale tra tassi fissi e tassi variabili corrispondenti a indebitamenti uguali e contrari dei contraenti nei confronti di terzi.

La differenza tra le due tipologie è alquanto sottile e consiste nel fatto che, a differenza dello *swap*, nel *FRA*, il calcolo dell'interesse non assume quale data di decorrenza quella della stipulazione del contratto, bensì quella di effettiva erogazione del prestito, il cui tasso costituisce oggetto di scambio.

Si tratta di una differenza tutt'altro che marginale, in quanto, la posticipazione del conteggio consente la stipulazione anticipata di operazioni di scambio di tassi, senza incorrere nel rischio di doversi esporre anteriormente alla decorrenza del debito: in pratica consente una gestione del rischio e una possibilità di intervento più elastica.[45]

Inoltre a differenza del *FRA*, che comporta lo scambio del differenziale di interessi una singola volta, con un contratto *swap* i contraenti si impegnano a effettuare ripetuti versamenti reciproci nell'arco di un predefinito periodo di tempo e nella stessa valuta.

Il *currency swap,* lo strumento più semplice tra gli *swaps* sui tassi di cambio*,* è un contratto con il quale due parti si scambiano due somme di denaro espresse in due valute diverse, relativamente al capitale e agli interessi a tasso fisso di un prestito denominato in una valuta contro il capitale e gli interessi a tasso fisso di un prestito denominato in un'altra valuta (f*ixed for fixed*).

L'accordo si articola in tre fasi:

- lo scambio iniziale dei capitali espressi in due diverse divise ma di

45 GIRINO E., "*Dizionario di finanza. Tecniche, strumenti, operatori*", Tezze sul Brenta, Wolters Kluwer Italia, 2005.

equivalente valore, da effettuarsi a pronti;

- lo scambio di un flusso periodico di pagamenti predeterminati sulla base di tassi di interesse computati su due capitali nozionali di base;
- lo scambio di due capitali originari in senso inverso a scadenza.

In questo caso, a differenza degli *IRS*, è previsto il trasferimento del capitale di riferimento oltre che dei flussi di interesse, sia all'inizio che alla fine dell'operazione.

Gli elementi caratteristici di un *currency swap* sono quelli di un *interest rate swap*, fatte salve alcune modifiche:

- il tasso di cambio è noto già all'atto della stipulazione del contratto;
- i capitali nozionali sono determinati sulla base del tasso di cambio a pronti e scambiati all'inizio e alla fine della transazione.

I tassi di cambio si dividono in:

- fisso/variabile: in questo caso i pagamenti in una valuta sono già noti al momento di stipulazione del contratto, mentre quelli dell'altra valuta saranno parametrati a un tasso variabile;
- variabile/variabile: in tal caso i pagamenti in entrambe le divise sono effettuati parametrati a uno o più tassi variabili;
- fisso/fisso: i due pagamenti sono commisurati a due tassi fissi calcolati su due capitali nozionali espressi in valute diverse.

I due capitali nozionali di riferimento, nonostante siano denominati in valute differenti, vengono scelti in modo da essere approssimativamente uguali se valutati al tasso di cambio corrente osservato sul mercato alla data di stipula del contratto.

Durante la vita del contratto, la variazione del rapporto di cambio tra le valute può determinare una variazione del valore dei capitali nozionali di riferimento.

Si ipotizzi che l'investitore italiano Rossi decida di sottoscrivere uno *swap* euro contro dollaro con l'americano Reds, su un ammontare di 10.000 euro e per una durata di 4 anni. Il cambio a pronti euro/dollari è pari a 1,20. Alla data di

stipulazione Rossi verserà quindi 10.000 euro, ottenendo in cambio da Reds 12.000 dollari.

Il contratto prevede poi la corresponsione, da parte di entrambe le controparti, degli interessi periodici maturati sull'ammontare di valuta scambiata.

A titolo di esempio, lo *swap* stipulato comporta il pagamento di interessi semestrali, secondo i tassi definiti nel contratto stesso.

Reds, che ha ricevuto il flusso di capitale in euro, pagherà alla controparte interessi denominati in euro al tasso prefissato; viceversa Rossi, che ha ottenuto un prestito in dollari, verserà alla controparte interessi denominati nella valuta statunitense e calcolati secondo un tasso predefinito.

Allo scadere dei 4 anni, ogni contraente rimborserà alla controparte il capitale inizialmente ricevuto in prestito.

Rossi quindi rimborserà 12.000 dollari, ottenendo in cambio 10.000 euro.

In altri termini, con un *currency swap* ciascun operatore eroga un prestito in una data valuta, in grado di fruttare interessi attivi caratterizzati dalla stessa valuta di denominazione, e ottiene un finanziamento, espresso in una valuta differente, su cui paga interessi passivi nella valuta di denominazione del finanziamento stesso.

Sulla base dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati riscontrato nello svolgimento dell'analisi empirica che vedremo nel terzo capitolo del presente elaborato, ritengo utile descrivere anche i *cross currency interest rate swaps* (*CCIRS*) che, nonostante appartengono alla categoria di derivati in valuta, sono una particolare tipologia di strumenti che ha come sottostanti il tasso di cambio e il tasso di interesse.

In particolare, i *CCIRS* sono contratti in cui le parti si scambiano flussi finanziari sulla base dell'andamento di due diversi tassi di interesse e due diverse valute.

In questi contratti, i flussi di pagamento effettuati dalle parti sono denominati in valute diverse e calcolati sulla base di un tasso variabile di riferimento.

A differenza di quanto avviene nell'*IRS,* nei *CCIRS* è indispensabile che il capitale nozionale venga scambiato sia all'inizio, sia alla scadenza dell'accordo.

In un contratto *CCIRS* tutti i pagamenti effettuati da una parte vengono espressi

in una determinata valuta, mentre tutti gli incassi (ossia i pagamenti relativi all'altra gamba) vengono espressi in una diversa valuta.
Più precisamente, in un *CCIRS*, una parte si impegna a effettuare pagamenti periodici calcolati applicando un tasso di interesse, generalmente variabile, a un nozionale di riferimento, entrambi espressi nella medesima valuta. A sua volta, la controparte si impegna a effettuare dei pagamenti, alle medesime scadenze dell'altra parte, calcolati applicando al medesimo capitale nozionale un tasso di interesse variabile, entrambi espressi in un'altra valuta.
Con la stipula di un *CCIRS* un'azienda può cambiare la valuta in cui è espresso un debito ed eventualmente sostituire un tasso fisso con uno variabile o viceversa. In tal modo è possibile accendere un debito nella valuta in cui si possono ottenere le migliori condizioni, per poi trasformarlo in un debito espresso in una diversa valuta, ad esempio la valuta che si incassa a seguito di transazioni commerciali internazionali.[46]

### 1.5.4 Le opzioni

Un'opzione è un contratto mediante il quale l'acquirente (*holder*) a fronte del pagamento di un premio volto a compensare l'asimmetria presente all'interno della tipologia contrattuale, ha la facoltà (e non l'obbligo) a (o entro) una certa data futura prefissata (*expiration date*) di acquistare uno specifico bene sottostante a un prezzo fissato contrattualmente.
Il venditore dell'opzione (*writer*), invece, ha l'obbligo di vendere o acquistare (a seconda che si tratti di opzione *call* o *put*) l'attività al prezzo prefissato, nel caso in cui l'opzione sia esercitata dall'acquirente.
In particolare, le opzioni *call* (*call options*) danno all'*holder* il diritto di comprare un'attività entro una certa data, per un certo prezzo.
Viceversa, le opzioni *put* (*put options*) danno al *writer* il diritto di vendere

46 Informazioni attinte dal sito www.borsaitaliana.it

un’attività entro una certa data, per un certo prezzo.
Il venditore di un’opzione cede un diritto (posizione corta), mentre il compratore di un’opzione acquisisce un diritto (posizione lunga).
Il venditore assume quindi una posizione corta e si impegna a vendere (nel caso di una *call*) o ad acquistare (nel caso di una *put)*, una determinata attività per un certo prezzo, entro una prefissata data futura, nel caso in cui l’opzione venga esercitata.
Il compratore, invece, acquisisce un diritto a vendere (nel caso di una *put*) o acquistare (nel caso di una *call*) una determinata attività per un certo prezzo, entro una prefissata data, assumendo una posizione lunga.
Va sottolineato che le opzioni danno al portatore il diritto di fare qualcosa; il portatore non è quindi obbligato ad esercitare tale diritto. È questo che contraddistingue le opzioni dai *forwards* nei quali ci si impegna a comprare o vendere l’attività sottostante.
Un'altra differenza è che l’acquisto di un contratto *forward* non costa nulla, per acquistare un’opzione si sostiene un costo (*upfront premium*).
Quando il compratore dell’opzione decide di esercitare il diritto, nel caso dell’opzione *call*, riceve dal venditore la differenza tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio; nel caso di opzione *put*, riceve la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo corrente.
Queste due differenze vengono comunemente chiamate valore intrinseco e dal momento che il portatore ha solo il diritto e non l’obbligo di acquistare o vendere, il valore intrinseco non assume mai valori negativi.
Nel caso in cui il prezzo corrente del sottostante al momento dell’esercizio dell’opzione fosse inferiore al prezzo di esercizio della *call*, il portatore eviterà di esercitare il diritto, e perderà soltanto le somme relative al premio.
Il venditore dell’opzione, invece, sarà obbligato a onorare l’impegno preso con la controparte, lo stesso si vincola a un guadagno limitato all’importo del premio e a una perdita illimitata.
La relazione tra prezzo corrente del sottostante e prezzo di esercizio determina la

*moneyness*[47] di un'opzione.

In base a questo criterio, le opzioni vengono distinte in:

- *at the money*: quando il prezzo di esercizio è esattamente pari al prezzo corrente e di conseguenza, il valore intrinseco è nullo.
- *in the money*: quando l'acquirente percepisce un profitto dall'esercizio. In questo caso il valore intrinseco è positivo. Una *call* è *in the money* quando il prezzo di esercizio è inferiore allo prezzo corrente, mentre una *put* è *in the money* quando il prezzo d'esercizio è superiore a quello corrente. Per le opzioni *in the money,* l'esecuzione del contratto, può realizzarsi con la reale consegna del bene sottostante o con la consegna del differenziale tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio.
- *out of the money*: quando all'esercizio del diritto non corrisponde alcun *pay-off* positivo per l'acquirente. E' il caso in cui il valore intrinseco avrebbe valore negativo, e ciò non si verifica in quanto l'acquirente dell'opzione rinuncia all'esercizio, pertanto, una *call* è *out of the money* quando il prezzo d'esercizio è superiore a quello corrente, mentre una *put* è *out of the money* nel caso contrario.

Per meglio comprendere quanto sopra esposto si consideri il seguente esempio: un soggetto ha acquistato un'opzione *call* europea sul titolo azionario Alfa con *strike price* pari a 30 euro e durata residua pari a 1 mese, versando un premio pari a 2 euro.

Il giorno di scadenza potranno verificarsi tre casi:

1. Il titolo Alfa quota 25 euro: il possessore dell'opzione deciderà di non esercitare la facoltà in quanto non risulta conveniente e la sua perdita sarà pertanto limitata al prezzo inizialmente versato (premio);
2. Il titolo Alfa quota 30 euro: il possessore sarà indifferente se esercitare o mento la facoltà di acquisto;

47 In finanza, la *moneyness* (o valore a parità di sottostante) è una misura del grado con cui uno strumento derivato può avere un valore monetario positivo al momento della sua scadenza.

3. Il titolo Alfa quota 35 euro: il possessore eserciterà la facoltà di acquisto versando 30 euro ed entrando in possesso di un titolo del valore di 35 euro. Il suo profitto, al netto del premio versato inizialmente, sarà dunque pari a: max [0 ; S-X] - Premio, ossia max [0 ; € 35 - € 30] - € 2 = € 3.

Bisogna infine mettere in evidenza che per quanto riguarda le modalità di esercizio del diritto di opzione, le opzioni possono essere distinte in europee e americane.

Le prime (*european options*) si caratterizzano per il fatto che il loro possessore ha il diritto di decidere se esercitare o meno la facoltà soltanto in corrispondenza della scadenza del contratto. Possono essere essere sia di tipo *call* che di tipo *put* e a parità di altre caratteristiche hanno sempre un valore inferiore rispetto alle opzioni americane poiché la facoltà posseduta dall'acquirente dell'opzione risulta più limitata in termini temporali.

Il valore di un'opzione europea deve sempre essere compreso tra un limite inferiore e un limite superiore.

Nel caso delle opzioni *call* si ha:

- limite superiore: l'opzione non può costare più dell'attività sottostante, altrimenti nessuno sarebbe disposto ad acquistarla.
- limite inferiore: l'opzione non può valere meno della differenza tra il valore corrente del sottostante ed il valore attuale del prezzo di esercizio (quest'ultimo è pari alla somma che dovrebbe essere immediatamente depositata al fine di ottenere un montante pari allo *strike price* il giorno di scadenza del contratto).

Nel caso delle opzioni *put* si ha:

- limite superiore: questo rappresenta il valore attuale della somma che incasserebbe il possessore della *put* (*strike price*) a scadenza qualora il valore dell'attività sottostante continuasse a diminuire sino ad azzerarsi.
- limite inferiore: l'opzione *put* non può valere meno della differenza tra il valore attuale dello *strike price* ed il prezzo *spot* del sottostante.

Le opzioni americane (*american options*) si caratterizzano per il fatto che il loro possessore ha il diritto di decidere se esercitare o meno la facoltà in un qualsiasi momento durante la vita del contratto. Anch'esse possono essere sia di tipo *call* che di tipo *put* e hanno sempre un valore superiore rispetto alle opzioni europee poiché la facoltà posseduta dall'acquirente dell'opzione risulta più estesa in termini temporali.

Non è quasi mai conveniente esercitare un'opzione americana di tipo *call* prima della sua naturale scadenza poiché mantenendola in vita il suo possessore gode di due benefici: posticipa il giorno in cui dovrà versare il prezzo di esercizio e in più conserva l'elemento assicurativo caratteristico di ogni opzione.

Pertanto, nel caso in cui il possessore di una *call* americana volesse chiudere la propria posizione prima della naturale scadenza del contratto, troverà più conveniente rivendere il contratto (incassando sia il valore intrinseco sia il valore temporale).

L'unica eccezione è rappresentata dall'opzione americana scritta su un titolo che paga dividendi. Nel caso di un'opzione americana di tipo *call*, in prossimità della data di stacco del dividendo, se il valore del dividendo supera una determinata soglia, il possessore dell'opzione potrà trovare conveniente esercitare l'opzione, entrare in possesso del titolo sottostante e incassare anche il dividendo.

Per quanto concerne l'opzione americana di tipo *put*, vale il contrario: qualora il valore intrinseco dell'opzione sia piuttosto elevato, non conviene posticipare l'incasso.

Come gli altri strumenti derivati, anche le opzioni possono essere sottoscritte per perseguire diversi obiettivi.

Generalmente lo speculatore ricorre a opzioni negoziate in mercati regolamentati, più facilmente liquidabili, per prendere posizione sull'andamento del valore di una certa attività e acquista una call (nel caso di aspettative rialziste) o una put (nel caso di aspettative ribassiste) che va a rivendere prima della scadenza, nel momento in cui ritiene di aver raggiunto i propri obiettivi di guadagno.

Per quanto concerne invece la finalità di copertura, l'uso delle opzioni, a

differenza dell'uso dei derivati simmetrici, consente di neutralizzare gli effetti negativi del rischio ma anche di beneficiare di eventuali andamenti favorevoli della variabile coperta.
Infatti, ricordiamo che l'esercizio dell'opzione è una facoltà per il detentore dello strumento, non un obbligo. D'altro canto, la copertura mediante opzioni risulta più onerosa rispetto alla copertura attraverso derivati simmetrici perché richiede il pagamento del premio al momento della sottoscrizione del contratto.

### 1.5.5. I warrant

I *warrant* rappresentano strumenti derivati che attribuiscono al possessore la facoltà di acquistare (*call*) o vendere (*put*) una determinata quantità di attività sottostante, nei tempi e nei modi previsti all'atto dell'emissione, a un prezzo predeterminato;
Il *warrant* rappresenta quindi uno strumento a contenuto opzionale ed evidenti risultano le similitudini rispetto alle opzioni in precedenza esaminate.
Esistono tuttavia alcune differenze di rilievo tra i due strumenti:

- in primo luogo, diversa è la loro natura giuridica, infatti, mentre le opzioni costituiscono contratti bilaterali, i *warrant* rappresentano titoli negoziabili ed è quindi possibile identificare un soggetto emittente, che deve soddisfare i requisiti previsti per gli emittenti di titoli azionari. I warrant, infatti, non vengono negoziati sul mercato IDEM, come le opzioni, bensì sul Mercato Telematico Azionario (MTA), sul Mercato Ristretto e sul Nuovo Mercato della Borsa Italiana S.p.A. Questi, come l'IDEM, rappresentano mercati regolamentati, per i quali non è tuttavia prevista la figura della *Clearing House* e il connesso sistema dei margini;
- i *warrant*, rispetto alle opzioni, sono in genere caratterizzati da una maggiore durata e da un valore nominale inferiore;
- un'altra differenza tra i due strumenti a contenuto opzionale riguarda le

modalità di regolamento alla scadenza: l'esercizio di un *warrant* prevede sempre la consegna fisica dei titoli sottostanti, in cambio del pagamento in denaro dello *strike price*. La società emittente ottiene quindi denaro liquido, a fronte del quale è chiamata a emettere nuove azioni da consegnare. Il numero di azioni di una società, quindi, aumenta in seguito all'esercizio di *warrant*, con conseguente riduzione, a parità di utili conseguiti, degli utili per azione. Per tale motivo, alle aziende che effettuano rilevanti emissioni di tali strumenti viene chiesto di comunicare gli utili per azione diluiti, che si avrebbero nel caso in cui tutti i *warrant* fossero esercitati dai rispettivi possessori;

- i *warrant* possono essere venduti sul mercato solamente in seguito al rispettivo acquisto, quindi, non è possibile assumere una posizione corta, è vietato vendere lo strumento se prima non lo si possiede.

I *warrant* possono presentare come sottostante sia attività finanziarie sia reali, tuttavia la tipologia più diffusa è quella che fornisce al possessore il diritto di acquistare azioni di una data società che può essere la stessa società emittente i *warrant* (esercizio diretto) oppure una diversa. Il numero delle azioni che è possibile acquistare per ogni *warrant* esercitato è detto rapporto di esercizio. Tipicamente questo rapporto è uguale a 1: l'esercizio di un *warrant* consente di sottoscrivere un'azione societaria.

### 1.5.6. I *covered warrant*

I *covered warrant* rappresentano titoli negoziabili che incorporano il diritto di acquistare (*call*) o vendere (*put*) una determinata quantità di attività sottostante, a una certa data (o entro tale data) e a un prezzo predeterminato.

Sono strumenti che possono essere emessi solo da soggetti autorizzati[48] sottoposti

48 Il regolamento di tali strumenti prevede le possibili categorie di istituzioni emittenti:
- società o enti nazionali o esteri, sottoposti a vigilanza prudenziale:
- stati o enti sopranazionali;

a vigilanza prudenziale da parte della Banca d'Italia, e quindi essenzialmente da banche.

Questi soggetti devono possedere una serie di requisiti specifici, specificatamente individuati dal regolamento di borsa, di carattere sia dimensionale che organizzativo al fine di garantire adeguatamente le controparti.

Sono strumenti quotati su mercati azionari regolamentati, come ad esempio il Mercato Telematico dei Securitised derivatives, e per poter essere ammessi alla quotazione devono presentare una serie di requisiti tecnici:

- scadenza non inferiore a tre mesi, se esiste un altro strumento derivato quotato in borsa sulla medesima attività sottostante;
- scadenza comunque non superiore a cinque anni alla data di presentazione della domanda di ammissione a quotazione;
- multiplo (quantità di sottostante per contratto) pari a 0,1, se l'attività sottostante è rappresentata da azioni italiane negoziate nei mercati regolamentati organizzati e gestiti dalla Borsa italiana. Il multiplo deve invece essere pari a 0,0001 se il sottostante è costituito da indici gestiti dalla Borsa italiana;
- se lo strumento prevede come attività sottostante titoli azionari quotati sulla Borsa italiana, il numero complessivo di azioni sottostanti la singola emissione non può, al momento della presentazione della domanda di ammissione, superare il 2% del numero totale di azioni in circolazione. Tale percentuale può tuttavia essere soggetta a variazioni da parte della Borsa italiana;
- se il *covered warrant* prevede la liquidazione monetaria della differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato del sottostante, quest'ultimo deve essere in genere espressione di una quantità significativa di volumi scambiati dell'attività sottostante.

---

- società o enti i cui obblighi connessi all'emissione vengono garantiti, in modo incondizionato e irrevocabile, da un soggetto appartenente alle due categorie precedenti.

Questi soggetti devono possedere una serie di requisiti specifici di carattere dimensionale e organizzativo, specificatamente individuati dal regolamento di borsa, al fine di garantire adeguatamente le controparti

Sono inoltre previsti requisiti specifici in merito alle possibili attività sottostanti, infatti, sono ammesse le seguenti attività, per le quali è possibile rilevare prezzi ufficiali:

- azioni, di società diversa rispetto all'emittente dei *covered warrant*, quotate presso la Borsa italiana o di altri Stati, che presentino elevata liquidità;
- titoli di stato negoziati su mercati regolamentati, caratterizzati da alta liquidità;
- tassi di interesse ufficiali o comunque utilizzati comunemente sul mercato dei capitali, non manipolabili e caratterizzati da trasparenza nei metodi di rilevazione e diffusione;
- valute, la cui parità di cambio sia rilevata con continuità dalle autorità o dagli organismi competenti e comunque convertibili;
- indici o panieri di indici, caratterizzati da notorietà e trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione;
- merci, per le quali esista un mercato di riferimento caratterizzato dalla disponibilità di informazioni continue e aggiornate sui prezzi delle attività negoziate.

Nei *covered warrant*, i contraenti assumono una posizione asimmetrica, che comporta il pagamento del premio da parte del soggetto che acquisisce la facoltà, e non l'obbligo, di effettuare la transazione.

Prima di giungere a scadenza, il titolo può essere negoziato sul relativo mercato di borsa e per assicurare un idoneo grado di liquidità allo strumento, gli emittenti, impegnati nel ruolo di *market maker*, sono obbligati a esporre in modo continuativo i prezzi, di acquisto e di vendita, di ogni serie di *covered warrant* quotata, per un quantitativo almeno pari al lotto minimo di negoziazione.

Una delle principali finalità dell'utilizzo dei *covered warrant* è volto a trarre i maggiori vantaggi da movimenti di breve periodo del sottostante, quindi per finalità prevalentemente di trading.

In coerenza con le aspettative di movimento del prezzo dell'attività cui lo

strumento finanziario fa riferimento si acquistano due tipi diversi di *covered*:

- acquisto di un *covered warrant call* a fronte di aspettative di un rialzo del prezzo del sottostante;
- acquisto di un *covered warrant put* se invece le attese sono per un calo del prezzo del sottostante.

Bisogna sempre essere consapevoli del maggiore grado di rischio a cui la titolarità di un *covered warrant* espone l'investitore rispetto all'investimento diretto ad esempio in azioni: infatti il valore del *covered warrant* amplifica sempre le oscillazioni di prezzo dell'attività a cui è legato (cosiddetto effetto leva); valore che addirittura può anche annullarsi totalmente a scadenza se i movimenti di prezzo del sottostante non sono stati in linea con le previsioni dell'investitore. A fronte della possibilità di ottenere maggiori guadagni, i rischi di perdite sono quindi amplificati. Non si sfugge neanche in questo caso alla legge che definisce in maniera direttamente proporzionale il rapporto tra rischio e rendimenti.

I *covered warrant* possono essere usati non solo a fini puramente speculativi ma anche per proteggere il valore di singole azioni oppure di un portafoglio di titoli.

Ad esempio se le aspettative sono di un ribasso generalizzato dei corsi delle azioni detenute in portafoglio un modo per proteggersi da questo rischio è quello di acquistare un *covered warrant put* sull'indice di mercato: qualora infatti l'andamento negativo dei corsi delle azioni si verifichi lo strumento in questione acquisterà valore compensando le perdite registrate dal portafoglio.

Bisogna infine fare molta attenzione ad altri due aspetti: il fattore volatilità del sottostante e l'effetto del trascorrere del tempo (cosiddetto *time decay*).

Se il sottostante è molto volatile e l'estinzione del *covered warrant* è lontana nel tempo, maggiori sono le probabilità che lo strumento in questione, sia esso *call* che *put*, possa avere a scadenza un importo di liquidazione positivo (*in the money*).

Quindi alta volatilità e scadenza lontana comportano, a parità di altre condizioni, un prezzo da pagare per l'acquisto del *covered warrant* più alto.

Di conseguenza può accadere che a parità di valore del sottostante il *covered warrant* perda valore in corrispondenza di una diminuzione delle aspettative di volatilità del sottostante o semplicemente perché trascorrono i giorni che mancano alla scadenza.

I vantaggi che si possono ottenere dall'utilizzo di questi strumenti sono:

- possibilità di ottenere profitti elevati: un *covered warrant* ha potenzialità di apprezzamento teoricamente illimitate. A fronte della possibilità di un profitto elevato, tale investimento comporta l'assunzione di un rischio altrettanto significativo: la perdita massima potenziale corrisponde all'intero capitale investito;
- forte reattività ai movimenti di mercato: il suo valore varia generalmente in modo più che proporzionale al variare del valore del sottostante cui si riferisce per effetto del fenomeno della leva finanziaria;
- si possono utilizzare i *covered warrant call* come alternativa all'investimento diretto nel sottostante. Per assumere una posizione rialzista su un'azione, invece di acquistare direttamente l'azione, si può investire solo una parte del capitale in un *covered warrant call* sull'azione prescelta e destinare la parte rimanente ad investimenti

### 1.5.7. I derivati creditizi

I contratti derivati di credito (*credit derivatives*) costituiscono una tra le più significative novità degli anni novanta nel mercato degli strumenti derivati e dei mercati finanziari in genere, sia in termini di innovazione ed ingegneria finanziaria che in termini dimensionali.

Tali contratti hanno rivoluzionato con la loro introduzione il sistema finanziario, mutando sensibilmente e sostanzialmente il modo in cui le banche assumono, gestiscono e diversificano il rischio di credito.

Le banche globali dotate di bilanci molto consistenti sicuramente dominano il

mercato, che è però composto anche dagli altri attori (grandi *corporates*, assicurazioni, *hedge funds*, *mutual funds* e *securities houses*). Ne consegue che non solo le grandi banche ma anche i sopracitati agenti e molti investitori ed utenti finali sono interessati ai contratti derivati di credito che possono utilizzare in tutti i casi in cui si presenti un rischio di credito, derivante dall'attività creditizia, dalla normale attività commerciale o da investimenti.

Nello specifico, i contratti derivati di credito sono una famiglia di contratti aventi ad oggetto la negoziazione e la gestione separata del rischio di credito indipendentemente dal rapporto creditizio sottostante da cui il medesimo trae origine. Tale rapporto creditizio generalmente può essere rappresentato da un titolo obbligazionario, un credito pecuniario o commerciale, un credito da fornitura, un credito derivante da un contratto di locazione, ed è denominato nella terminologia standardizzata dall'*International Swaps Derivatives Association* (ISDA) nel 2003 "*Reference Obligation*".

Quindi questi contratti non derivano il loro valore da tassi, valute o merci ma da un credito o meglio dal merito di credito (o *rating*) di un Ente di riferimento cui è riferito il credito sottostante. I benefici che si possono ottenere dall'utilizzo di derivati di credito sono:

- consentendo la copertura e la diversificazione dei rischi;
- il superamento della segmentazione dei mercati;
- la riduzione dei costi presenti nelle tradizionali forme di assunzione del rischio di credito;
- l'aumento della liquidità dei mercati;
- conseguimento di operazioni di speculazione ed arbitraggio sul profilo creditizio di terzi.

Dalla varietà dei benefici appena citati si rinviene la chiave di successo dei derivati di credito: le *merchant banks*[49] e gli istituti di credito si servono dei

49 Le *merchant banks* (o banche d'affari) sono istituti di credito le quali, a differenza delle banche commerciali, non permettono depositi, ma agevolano le imprese, specie quelle di media dimensione, nella raccolta di capitali attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni, di cui queste istituzioni finanziarie garantiscono l'integrale sottoscrizione provvedendo poi al loro graduale collocamento sul mercato, inoltre questi istituti riescono a gestire i grandi patrimoni privati.

derivati di credito per l'ottimizzazione della gestione del portafoglio crediti, mentre le compagnie di assicurazione ed i fondi di investimento per realizzare alte performance.

Esistono principalmente tre categorie di derivati creditizi[50]:

1) Il *credit default swap (Cds)*, è un contratto in cui un soggetto (*protection buyer*), tramite pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (*protection seller*), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante (o *reference asset*), che può essere costituito da una specifica emissione, da un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari.

I rischi coperti dal *Cds* sono connessi ad alcuni eventi (*credit event*) indicati nel contratto (ad esempio l'insolvenza dell'emittente l'obbligazione, *default*), al cui verificarsi si realizzano dei flussi di pagamento fra le parti.

Tali flussi, concretamente, possono avvenire secondo due modalità operative:

- in un caso, verificatosi il *default*, il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore nominale dello strumento finanziario oggetto del *Cds*, al netto del valore residuo di mercato dello stesso (*recovery value* o valore di recupero) e il *protection buyer*, di conseguenza, cessa il versamento dei pagamenti periodici;
- nell'altro il *protection seller* corrisponde alla controparte il valore nominale dello strumento finanziario oggetto del *Cds* e il *protection buyer,* oltre a cessare il versamento dei pagamenti periodici, consegna il *reference asset.*

Nella prassi, il *protection buyer* ha la facoltà di scegliere il *reference asset* da consegnare tra un paniere di attività individuate nell'ambito del contratto e, in tal caso, sfrutterà questa facoltà scegliendo quello per lui più conveniente.

La funzione tipica di tale contratto è la copertura dei rischi associati ad una determinata attività: una funzione molto vicina a quella assicurativa.

Se ne ricava che elementi essenziali del contratto di *Cds* sono, oltre al capitale

50 Fiume R., "*La copertura dei rischi. Un'analisi economico-aziendale della prassi internazionale di hedge accounting"*, Giappichelli, Torino, 2000, pp. 90-98; Trotta A., "*Credit derivatives. Nuovi strumenti finanziari per la gestione del rischio di credito"*, Giappichelli, Torino, 2002.

nozionale rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del *protection buyer*, generalmente corrispondente al valore nominale del *reference asset*, alla periodicità di tali pagamenti ed alla scadenza del contratto medesimo, l'importo di ciascuno di tali pagamenti (pari al risultato del prodotto di un tasso fisso (c.d. *Cds rate*) per il capitale nozionale) e gli accadimenti relativi al *reference asset* ovvero i *credit event* (insolvenza, declassamento da parte di un'agenzia di *rating*, ecc.).

Nel caso in cui il *Cds* abbia come sottostante una specifica emissione obbligazionaria, la scadenza del contratto tende a coincidere con la vita residua dell'obbligazione e, soprattutto, l'importo di ciascuno dei pagamenti effettuati dal *protection buyer* è strettamente legato allo *spread* di rendimento implicito nell'emissione rispetto a quello dei titoli privi di rischio creditizio (c.d. *credit spread*).

In altri termini, più è rischioso il titolo, più alto è il tasso fisso richiesto per offrire la copertura. Per questa ragione i *Cds* possono anche svolgere una funzione segnaletica della rischiosità dell'attività che ne forma oggetto.

Si consideri un *Cds* con scadenza a 5 anni, con un nozionale di 100 euro, corrispondente al valore nominale di un'obbligazione sottostante soggetta a rischio di *default* e con pagamenti annuali corrispondenti al 5%.

Assumiamo che al quarto anno si verifichi il *default* e che il valore di recupero in caso di *default* sia di 40 euro.

Il *protection buyer*, cioè colui che si protegge dal rischio a fronte di pagamenti periodici, pagherà la somma di 5 euro per il primo, secondo, terzo e quarto anno.

Al quarto anno, al verificarsi del *default*, il *protection buyer* corrisponderà al *protection seller* anche il valore di recupero del titolo, pari a 40 euro.

Riceverà però in cambio 100 euro, pari al valore nominale del titolo, per un saldo di 60 euro incassati dal *protection buyer.*

Al quinto anno il *protection buyer* cesserà anche il pagamento dei 5 euro.

Nel caso in cui per la durata del contratto non si fosse verificato il *default*, il *protection seller* avrebbe continuato ad incassare i 5 euro annui senza

corrispondere alcuna somma al *protection buyer.*

2) Il *credit spread swap (Css)*, è un contratto derivato il cui valore dipende dalla differenza tra il rendimento di un titolo obbligazionario rischioso rispetto a un titolo privo di rischio (come un titolo di stato) oppure dalla differenza tra due titoli rischiosi.
Si tratta in entrambi i casi di un differenziale imputabile a diverso merito di credito (*credit spread*).
In un *Css* il *protection buyer* acquisisce il diritto di ricevere pagamenti periodici calcolati applicando a un capitale nozionale la differenza (se positiva) tra il *credit spread* di un determinato emittente in vigore alla data di pagamento e lo *strike spread* fissato nel contratto e assume parallelamente l'obbligo di versare alla controparte il controvalore della differenza negativa.
Il *protection seller* assume invece l'obbligo di effettuare i pagamenti, alle medesime date, sulla base del medesimo capitale nozionale, in funzione della differenza negativa tra i due *spread* oppure in funzione di uno *strike spread* predeterminato nel contratto. Risulta, dunque, incerto, nel momento della conclusione del contratto, chi sia il soggetto tenuto ad eseguire la prestazione, il cui controvalore viene determinato ex post.
3) Il *total rate of return swap* (*Trs*) è un contratto in cui il *protection buyer* cede al *protection seller* l'intero profilo di rischio/rendimento di un sottostante, a fronte di un flusso di pagamenti periodici.
Questi pagamenti periodici, in genere, consistono in somme di denaro corrispondenti ad un tasso variabile maggiorato di uno *spread* (*Trs spread*).
La funzione di questo strumento è la stessa dei *Cds* ovvero coprire il rischio connesso ad un titolo, ma diverse sono le modalità per conseguirla.
Con il *Trs* il detentore del titolo, ad esempio un'obbligazione, non corrisponde un pagamento periodico in cambio della protezione, come per il *Cds*, ma corrisponde l'intero rendimento del proprio titolo (cedole e aumenti in conto capitale) in cambio di pagamenti periodici, definiti al momento della stipulazione

del contratto, e della compensazione di eventuali perdite in conto capitale sul sottostante, ivi compresa la perdita estrema in caso di *default*.

In questo senso il possessore del titolo, cioè il *protection buyer*, è anche chiamato *total return seller*, mentre il *protection seller* è anche denominato *total return buyer.*

Nei contratti *Trs*, al verificarsi dell'evento di *default*, le parti possono pattuire che il *protection seller* corrisponda alla controparte il controvalore della perdita realizzata (*loss given default*), pari alla differenza fra valore nominale del titolo e valore residuo di mercato dopo il *default*.

Diversamente, nel contratto può essere stabilito che il *protection buyer* consegni il titolo oggetto del *Trs* al *protection seller* il quale gli corrisponde il valore nominale del titolo stesso .

Anche nel contratto di *Trs* deve essere individuato il capitale nozionale rispetto a cui vengono calcolati i pagamenti a carico del *protection seller*, generalmente corrispondente al valore nominale del *reference asset*, l'importo di ciascuno dei suddetti pagamenti, pari al risultato del prodotto di un tasso variabile accresciuto di uno *spread* per il capitale nozionale, la periodicità di tali pagamenti e la scadenza del contratto medesimo.

Si ipotizzi, ad esempio, una società Alfa che detiene in portafoglio un'obbligazione con una vita residua di 4 anni emessa dalla società Gamma, che tale obbligazione paga una cedola a tasso fisso del 3%, ha un valore nominale di un milione di euro e al momento della conclusione del contratto, è quotata alla pari (cioè il valore di quotazione coincide con il valore nominale di un milione di euro).

Si ipotizzi anche che Alfa trovi interesse ad effettuare un *Trs* con la società Beta.

In particolare le parti potrebbero accordarsi che una (Alfa), trasferirà annualmente a Beta tutte le cedole dell'obbligazione sottostante così come ogni suo eventuale apprezzamento o deprezzamento rispetto al valore iniziale di un milione di euro e l'altra (Beta), invece, corrisponderà ad Alfa dei pagamenti periodici indicizzati al *Libor* a un anno aumentato dello 0,4%.

Di conseguenza, posto che il tasso *Libor è* pari al 2, 2,2, 2,4 e 2,1%, rispettivamente per il primo, secondo, terzo e quarto anno, che le date di pagamento delle due gambe del *Trs* coincidano tra loro e che corrispondano alle date in cui l'obbligazione sottostante effettua i pagamenti delle cedole, che alla data di stipulazione del *Trs* il rateo cedola maturato sia nullo, che l'obbligazione emessa dalla società Gamma vada in *default* alla fine del quarto anno, che il valore di recupero sia pari al 40% del valore nominale del prestito obbligazionario, che alla fine del secondo anno e fino al verificarsi del *default* il valore di mercato dell'obbligazione sottostante aumenti a 1.010.000 euro, è possibile stabilire i flussi di pagamenti e la convenienza dell'operazione tra le parti.

Infatti sulla base di questo esempio:

- il primo anno, Alfa corrisponderà 30.000 euro (la cedola pari al 3%) a Beta in cambio di 24.000 euro (2% + 0,4%);
- il secondo anno, Alfa pagherà sempre la cedola, pari a 30.000 euro, e in più, considerato l'apprezzamento del valore di mercato dell'obbligazione (che da 1.000.000 passa a 1.010.000) verserà altri 10.000 euro, ricevendo da Beta 26.000 euro (2.2% + 0,4%);
- il terzo anno, Alfa corrisponderà i soliti 30.000 euro e ne riceverà 28.000 (2,4% + 0,4%), non verrà corrisposta alcuna somma da Alfa a Beta a titolo di incremento del valore dell'obbligazione in quanto quest'ultimo è fermo a 1.010.000;
- il quarto anno, si verifica il default, Alfa consegnerà a Beta i 30.000 euro della cedola ed il titolo obbligazionario il cui valore residuo è di 400.000 euro (40% del valore nominale), Beta verserà invece la somma di 1.000.000 di euro, pari al nominale dell'obbligazione, più 25.000 euro (2,1% + 0,4%).

## 1.6. I derivati: *the beauty or the beast*?

La recente crisi dei mercati finanziari che ha coinvolto numerosi istituti di credito e finanziari attivi nella negoziazione di tali strumenti ha stimolato l'attenzione delle autorità di vigilanza di numerosi paesi e ha sollevato numerose perplessità rispetto all'efficienza di suddetti prodotti e all'utilizzo degli stessi effettuato in passato dagli operatori dei mercati.

In particolare i derivati, sono stati posti sotto la lente di ingrandimento al fine di analizzare la loro reale utilità e tenuta in situazioni di crisi quale quella che il mondo finanziario e i mercati stanno attraversando in questo momento.

Risultato di tale analisi è stato l'attribuzione a tali strumenti derivati dell'origine della crisi dei mercati. Tuttavia tale valutazione contrasta sensibilmente con l'apprezzamento riconosciuto dai teorici della finanza ai derivati utilizzati con specifiche finalità di copertura, nonché ai derivati di credito.

Diverse teorie empiriche hanno infatti dimostrato la correlazione positiva esistente tra i derivati ed il valore di impresa.

Alla luce di tali evidenze, si può pertanto ragionevolmente ritenere che i principali e recenti problemi sui mercati finanziari non siano dovuti a tali strumenti ma piuttosto all'utilizzo che di questi ultimi è stato fatto.

Con l'introduzione della direttiva MIFID[51] si è tentato di regolamentare l'utilizzo di tali prodotti finanziari, rispondendo alle esigenze di trasparenza del mercato ed inoltre di porre rimedio al comportamento opportunistico delle banche e di altri intermediari finanziari.

Tuttavia, la disciplina a livello civilistico, contabile e fiscale resta ancora carente.

Negli ultimi quindici anni diverse società industriali e finanziarie hanno riportato ingenti perdite a causa di un uso errato dei derivati. In alcuni casi gli effetti economici sono stati tali da sfociare nel fallimento.

51 La *Market in Financial Instruments Directive* (MiFID) è una direttiva che è stata approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo il 20 aprile 2004 e recepita in Italia nel 2007. Tale direttiva rientra nel *Financial Service Action Plan* (FSAP)ed ha introdotto delle novità sia nei confronti degli intermediari che dei mercati.

La tendenza di tali situazioni a ripresentarsi nel tempo ha portato ad interrogarsi in merito al possibile effetto destabilizzante dei derivati all'interno dei mercati finanziari ed alla conseguente necessità di produrre una regolamentazione che ne limitasse l'uso.

Tra i casi di *debacle* finanziarie più eclatanti si trovano sia società finanziarie (banche, *hedge funds*, etc.), sia società non finanziarie (imprese industriali, imprese di servizi, ecc.).

I casi più rilevanti sia tra le società non finanziarie che quelle finanziarie sono elencati nelle tabelle 1.6. e 1.7..

Tabella 1.6: principali casi di perdite in derivati riportate da società non finanziarie

| Anno | Società | Settore di appartenenza | Perdita complessiva |
|---|---|---|---|
| 1998 | Hammersmith & Fulham UK | Ente pubblico | 900 Mln $<br>*interest rate swap* |
| 1991 | Al lied Lyons UK | Food and beverage | 150 Mln $<br>*call* su cambio $/£ |
| 1993 | Metalgesellschaft Germania | Conglomerato industriale-finanziario | 1.300 Mln $<br>*future* su petrolio |
| 1994 | Caterpillar USA | Scavatori e macchine per edilizia | 83 Mln $<br>*swaptions* |
| 1996 | Sumimoto corporation Giappone | Ferro, acciaio, chimica, industria estrattiva | 2.600 Mln $<br>*future* su rame |
| 1997 | Shell USA | Idrocarburi | 1.000 Mln $<br>*currency futures* |
| 1998 | Yakult Honsha Giappone | Farmaceutica | 769 Mln $<br>derivati su valute asiatiche |
| 2001 | Enron Corporation | Energia | 6300 Mln $<br>derivati su *commodity* |

Tabella 1.7: principali casi di perdite in derivati riportate da società finanziarie

| Anno | Società | Perdita complessiva |
|---|---|---|
| 1993 | Midland Bank UK | 500 Mln $<br>derivati su tassi di interesse |
| 1995 | Baring UK | 1400 Mln $<br>*future* su Nikkei *futures* |
| 1997 | National Westminster Bank Uk | 130 Mln $<br>errato modello di valutazione applicato ad opzioni su tassi di interesse e *swaptions* |
| 1997 | Daiwa Bank Giappone | 1000 Mln $<br>speculazione su derivati |
| 2003 | Allfirst Bank USA | 691 mln $<br>derivati su yen giapponese |
| 2007 | Banca Italease Italia[52] | Circa 730 Mln €<br>*interest rate swap* |
| 2008 | Societé Generale Francia | 4900 Mln € |
| 2008 | Morgan Stanley USA | 8670 Mln €<br>*credit default swap* |
| 2012 | JP Morgan UK | 5800 Mln €<br>*credit default spread* |

La circostanza che a subire tali perdite siano state sia società finanziarie che non-finanziarie rende poco plausibile l'ipotesi che le perdite siano da attribuire ad una scarsa conoscenza degli strumenti.

Se la conoscenza dei derivati può non rientrare tra le competenze distintive delle società industriali, essa fa parte del *know-how* degli operatori del mercato finanziario.

Si può quindi supporre che nella stragrande maggioranza dei casi le perdite siano da attribuire ad operazioni di natura speculativa poste in essere consapevolmente dai *traders*.

In merito alla presunta natura destabilizzante per i mercati finanziari da parte dei derivati Robert Merton[53] ha affermato che "*It's not derivatives that are the*

52 Grazie a un'ispezione che la Banca d'Italia aveva avviato nel gennaio del 2007 emerse che la banca in questione aveva venduto a imprese clienti complessi prodotti derivati fortemente esposti a un rialzo dei tassi di interesse. A seguito degli andamenti del mercato, tali derivati hanno determinato una forte, repentina crescita nell'indebitamento dei clienti che li avevano acquistati. Oltre ai rischi legali e di reputazione, è cresciuta di conseguenza l'esposizione della banca al rischio di controparte.

53 Robert C. Merton è Professor Emeritus presso la Harvard Business School, nonché School of Management Distinguished Professor of Finance presso la MIT's Sloan School of Management. Nel 1997 ha vinto il premio Nobel per l'economia per il suo contributo al pricing dei derivati.

*problem, but it's how they are used"*.

Merton ha altresì precisato come "*The balance between product innovation and infrastructures (the ability to use it) could at time become great enough to jeopardise the functioning of the system"*.

Warren Buffett[54], investitore statunitense di maggiore successo del ventesimo secolo, guru e numero uno della finanza mondiale, nel 2002, definì i derivati come "*armi finanziarie di distruzione di massa, che portano pericoli potenzialmente letali, anche se latenti"*.

In una recente intervista su un giornale americano quando gli hanno chiesto se era ancora convinto che i derivati siano "*armi finanziarie di distruzione di massa"*, Buffet non solo l'ha confermato, ma ha aggiunto che "*a un certo punto causeranno grossi guai"*.

Le banche sono diventate più abili che in passato nella gestione dei derivati, usano algoritmi sofisticati che consentono di vincere più scommesse finanziarie di quante ne perdano.[55]

Ma basterebbe un fatto grave e imprevisto come una guerra, una pandemia o il *default* di uno Stato e la bolla dei derivati scoppierebbe di nuovo, con esiti peggiori rispetto al 2007.[56]

### 1.6.1. La crisi della MetallGesellSchaf

La MetallGesellSchaf (MGS) era un'importante impresa tedesca dell'industria pesante, che aveva deciso di operare anche nel business dei prodotti petroliferi

54 Warren Edward Buffet nato in Omaha, il 30 agosto 1930, è un imprenditore ed economista statunitense. È considerato il più grande value investor di sempre, con un patrimonio di 72,7 miliardi di dollari, nel 2015, era il terzo uomo più ricco del mondo. Buffet è chiamato "l'oracolo di Omaha" oppure "il mago di Omaha", per la sua sorprendente abilità negli investimenti finanziari.

55 Oldani T.,"*Invece di diminuire, la bomba dei derivati finanziari continua ad aumentare, tranne che in Italia. E Buffett teme un altro botto"*, Italia Oggi Quotidiano economico, giuridico e politico, 2014.

56 La crisi dei mutui subprime è una crisi finanziaria scoppiata alla fine del 2006 negli Stati Uniti che ha avuto gravi conseguenze sull'economia mondiale. Prende il nome dai cosiddetti subprime, prestiti ad alto rischio finanziario da parte degli istituti di credito in favore di clienti a forte rischio debitorio.

nel mercato statunitense.[57]

La MGS utilizzava i *future* sul *oil* e sugli altri contratti legati all'energia e ai prodotti petroliferi con fine speculativo e senza avere nessun interesse alla consegna del sottostante, anche perché priva della rete di stoccaggio e deposito.

Quello che però la MGS non aveva era una strategia di *trading* con la relativa copertura.

La strategia della MGS era costituita ipotizzando solo alcuni scenari di mercato (es. solo prezzi crescenti), senza copertura in caso di eventi contrari (es. un eccesso di offerta sul mercato che fa scendere il prezzo).

Nel 1993 il prezzo del greggio era improvvisamente sceso rendendo gli strumenti finanziari nel portafoglio di MGS *deep out of the money.*

La tendenza al ribasso del prezzo del greggio è perdurata ben oltre l'orizzonte temporale degli investimenti in derivati della MGS, facendo emergere le perdite.

Nel 1993 la MGS ha registrato perdite non coperte provenienti dai contratti derivati aperti su prodotti petroliferi per una cifra che si aggirava tra 1,5 e i 2 miliardi di dollari americani.

La domanda che ci dobbiamo porre è, *"come è stato possibile che un'impresa avesse questa enorme esposizione in attività finanziarie rischiose senza alcuna forma di copertura?".*

La MGS voleva sfruttare le differenze di prezzo tra i mercati e la speculazione nel tempo per ricavare un profitto a basso rischio non potendo sfruttare le scorte e lo stoccaggio; la strategia finanziaria che doveva rendere possibile questa magia (arbitraggio tra i mercati e le scadenze) era basata sull'acquisto a lungo termine di prodotti petroliferi (rivelatisi poi invendibili sul mercato) a prezzi molto superiori di quelli di mercato e sulla vendita di prodotti (appetibili sul mercato) a prezzi fissi lungo un arco temporale maggiore di quello degli acquisti.

In molti si sono domandati come i manager abbiano potuto pensare che un'operazione del genere potesse funzionare e quindi approvarla; le differenze dei prezzi e delle scadenze erano piuttosto evidenti.

57 Oldani C., *"I derivati finanziari. Dalla bibbia alla Enron"*, Franco Angeli, Milano, 2015.

L'inizio degli anni novanta sono stati caratterizzati da una corsa verso l'innovazione e i profitti ma talvolta la carente conoscenza ha fatto girare la leva dei derivati incrementando in progressione geometrica le perdite.
Un profilo aggressivo sui mercati finanziari significa anche che se i rialzi (o ribassi, a seconda) che si auspicavano non si verificano, le perdite sono grandi.
Oltre alla differenza di prezzo, al suo ribasso, alla tipologia e all'appetibilità dei prodotti, il diverso arco temporale delle operazioni di acquisto (a lunga) e vendita (a breve) doveva essere corretto alla nascita, poiché non poteva che generare perdite.
La MGS ha operato in derivati convinta che fosse un comporto dei mercati a rischio basso e rendimento alto, ma non esistono attività finanziarie con queste caratteristiche; questo è il principio cardine alla base dell'economia e della finanza.
La crisi della MGS è stata vista come una crisi della *corporate governance* d'impresa, incapace di analizzare correttamente l'operatività e di valutarne attentamente i rischi.
È quindi anche una crisi derivante dalla mancata conoscenza degli strumenti (e dei mercati) in cui si opera, fatto grave quanto l'inadeguata valutazione dell'operatività dell'impresa.
La MGS è un tipo di crisi che ci auguriamo non capiterà più, soprattutto perché ha evidenziato come la conoscenza degli strumenti, degli obiettivi e della regolamentazione siano la premessa (e non il surplus) di una buona strategia finanziaria e di penetrazione di un nuovo mercato.
Il sistema statunitense di recente è stato duramente colpito nei suoi principi di *corporate governance* poiché un conto è essere consapevoli che ad un rendimento positivo corrisponde un rischio positivo, altro invece è scoprire che il rischio è solo per alcuni investitori e non per altri e che chi dovrebbe vigilare (i revisori) invece partecipava alla truffa.

### 1.6.2. Il fallimento di Enron

La Enron Corporation, settima impresa americana per dimensione nel 2001, era una società texana nata dalla deregolamentazione delle *utilities* negli Stati Uniti e il suo *core business* era la produzione e la commercializzazione di energia.
La Enron era un colosso nel vero senso della parola nell'economia americana: forniva energia, gas naturale, estraeva petrolio e faceva *trading* internazionale su *commodity* energetici con un giro di affari annuo superiore ai 100 miliardi di dollari.[58]
Il colosso energetico operava in maniera molto aggressiva sui mercati *spot* e su quelli derivati sfruttando la non perfezione dei mercati dei *commodity* energetici.
Questa inefficienza si traduceva in differenze di prezzo per lo stesso bene tra un mercato e un altro; queste differenze erano dovute anche agli elevati costi di stoccaggio e trasporto che costituiscono una forte barriera all'entrata di questi mercati dominati da poche grandi imprese internazionali.
La Enron inoltre copriva la propria esposizione sui mercati utilizzando i derivati e il loro effetto leva.
Metteva in atto anche strategie speculative sui mercati dove era un *player* dominante.
Il fallimento di Enron non è stato causato da questa propensione al rischio, ma dallo sfruttamento delle pieghe che esistono nella normativa nazionale e internazionale.
Enron utilizzava delle scatole semi-vuote (società *off-shore)*[59] per spostare le perdite fuori dal proprio bilancio.
Le perdite derivavano dall'acquisto di imprese in nuovi mercati; erano quindi il risultato della strategia aggressiva di penetrazione in nuovi business.

58 Per fare un (tristissimo) paragone il gruppo Parmalat aveva un fatturato annuo di 7,5 miliardi di dollari nel mondo (fonte: Il Sole 24 Ore, gennaio 2004).
59 Il termine *off-shore* identifica una società registrata in base alle leggi di uno stato estero, ma che conduce la proprio attività al di fuori dello stato o della giurisdizione in cui è registrata. In genere si tratta di Paesi i cui ordinamenti prevedono scarsi controlli, pochi adempimenti contabili e regimi fiscali agevolati. Spesso sono Nazioni che basano la loro economia sulla presenza di capitali esteri e sulle ricche commissioni guadagnate sulle transazioni finanziarie.

La strategia finanziaria era sostenibile fino a che i corsi di borsa delle azioni della Enron e delle altre società del gruppo crescevano, poiché le perdite delle società *off-shore* erano garantite dalle azioni stesse.

Con lo sgonfiamento dei corsi azionari[60], iniziato alla fine del 2000, le perdite sono inevitabilmente emerse e non sono state più compensate dalle garanzie azionarie.

L'utilizzo delle scatole cinesi e lo spostamento contabile delle perdite fino a farle temporaneamente sparire all'estero ha portato alla colossale perdita totale, stimata, di 63 miliardi di dollari e alla chiusura della società di revisione e consulenza che era complice, e probabilmente anche artefice, della strategia e della frode al sistema americano.

Il management è riuscito ad esercitare parte delle *stock option* assegnate prima che si sapesse del vuoto che si stava creando nel bilancio della Enron e questo ha generato una forte spinta politica e sociale verso la revisione delle regole a tutela del risparmio, asse portante di ogni economia, e verso la revisione totale del sistema americano di *corporate governance* basato sulle performance aziendale, che tende a spostare gli obiettivi dei manager verso il breve periodo[61] e sulla borsa, anche attraverso artifizi e frodi contabili.

Il sistema d'incentivazione basato sulle *stock option* era stato pensato per spingere i gestori dell'impresa a fare il bene della stessa (e non direttamente il loro), ma questo meccanismo funziona solo se i mercati finanziari, che rispecchiano le informazioni sulle imprese e le incorporano nei prezzi, sono perfetti.

Ogni manager ha incentivo a far sapere ai mercati che l'impresa va meglio del previsto, spingendo sulla domanda e questo genera una distorsione generalizzata

60 In pochissimo tempo i corsi di Enron persero tutto il suo valore passando da una quotazione di circa 90 dollari alla sospensione in meno di un anno, fonte: https:// www.wikipedia.it.

61 Si parla di miopia dei manager; i top manager sono continuamente sottoposti al giudizio degli investitori (azionisti e finanziatori), ed esso dipende dai risultati dei loro rendiconti sull'andamento dell'impresa che si susseguono con cadenza ravvicinata (le trimestrali). Legati a quest'ultimi sono i compensi straordinari che integrano lo stipendio dei manager e rappresentano una componente significativa della loro remunerazione. Questa impostazione di fondo spinge i dirigenti a concentrare l'attenzione sui risultati di breve periodo.

verso l'ottimismo in periodi di *boom.*

Il fallimento del colosso energetico (che aveva la passione, tra le altre, per la speculazione in *future* sull'energia) ha determinato una perdita enorme di ricchezza per tutti i suoi dipendenti, che avevano la loro pensione investita in azioni Enron, cancellata dal listino, e per gli investitori che avevano acquistato il titolo azionario e le obbligazioni ignari delle nefandezze operate dal management.

Le regole del gioco in questo caso hanno punito moltissimo gli investitori più deboli (i dipendenti e i piccoli risparmiatori) ma hanno dato il tempo ai grandi investitori (e ad alcuni manager) di scappare prima che la nave affondasse.

Questa crisi ha determinato anche un elevato costo sociale indiretto, aumentando la già forte sfiducia nei mercati borsistici.

La crisi della Enron per le sue dimensioni e per la serie di esternalità negative che ha generato nei confronti dei risparmiatori, dei dipendenti e del sistema economico americano, ha dato una notevole spinta verso il cambiamento dei sistemi di incentivazione del management per l'efficiente gestione d'impresa; i poteri che sono stati conferiti alle autorità di controllo e tutela del risparmio e dei mercati sono stati rafforzati e in alcuni casi si avvicinano quasi a poteri di polizia a tutela del risparmiatore.

### 1.6.3. Un pound per la Barings Bank

Un altro caso di fallimento che deriva da un serio problema di controllo interno e che coinvolge il mercato dei derivati è la Barings Bank, nota per essere la banca della Regina d'Inghilterra.

La Barings nel 1995 si era ritrovata nel portafoglio della sua corrispondente a Singapore, gestita da uno spregiudicato quanto incauto manager, Nicholas Leeson, il 49% dei contratti *future* sull'indice Nikkei esistenti sui mercati con scadenza marzo 1995 ed il 24% di quelli con scadenza a giugno.

Leeson scommetteva sui rialzi della borsa nipponica attraverso l'acquisto di *future* sull'indice.

Queste posizioni erano state accumulate per cercare di rientrare dalle perdite precedenti, raddoppiando gli acquisti ad ogni ribasso del prezzo. In pratica, ogni volta che l'indice Nikkei perdeva quota, Leeson scommetteva che l'indice sarebbe risalito comprando il doppio dei *future* che aveva in portafoglio.

L'indice in discesa costante ha portato inevitabilmente alla bancarotta, tanto che la perdita totale generata da Leeson ammontava a 1,4 miliardi di dollari.

La dimensione delle perdite dipendeva dalla strategia di raddoppio senza copertura e dall'effetto leva dei *future*.

Leeson ha operato non solo con il *future* sull'indice Nikkei ma anche con il *future* sul Japan Government Bond (JGB) e con il EuroYen *future.*

La strategia di raddoppio era sempre la stessa e non era disegnata in modo da compensare la perdite di un comparto con quelle di un altro, poiché erano tutte sui mercati *future* di Singapore e giapponesi.

In sintesi Leeson non aveva studiato la teoria del *trading*, altrimenti avrebbe, almeno in parte, differenziato il suo portafoglio con altri strumenti (es. opzioni) e su altri mercati, o almeno si sarebbe coperto contro il rischio di ribasso (es. con delle *put option*).

Leeson, accortosi del crack ormai irreparabile, cercò di scappare da Singapore ma fu riacciuffato all'aeroporto di Francoforte e spedito nelle galere asiatiche a scontare 6 anni e mezzo di reclusione per bancarotta.

Quando sono state rese note le effettive dimensioni delle perdite, la Barings è stata acquistata dalla ING, colosso bancario olandese, per la cifra simbolica di 1 pound.

La bancarotta della Barings è stata inevitabile anche perché i manager a Londra non controllavano cosa Leeson facesse a Singapore e da dove venissero quegli strani profitti, imputabili a investimenti a basso rischio in derivati, degli esercizi dal 1992 al 1994.

Nuovamente, la mancata conoscenza interna del funzionamento dei mercati e di

una corrispondente della banca ha generato perdite enormi, fino alla cancellazione totale del patrimonio.
La Bank of England ha deciso di non utilizzare fondi pubblici per salvare la Barings, dato che questa non aveva tenuto un comportamento virtuoso, omettendo la vigilanza sulla filiale estera, ma ha comunque evitato qualsiasi effetto domino tra banche e con il sistema finanziario inglese e asiatico.
Un altro punto dolente che ha contribuito alla crisi della Barings è stata la totale carenza di controllo e supervisione del mercato finanziario asiatico.
Nei mercati europei e americani è impossibile che un singolo investitore metta all'angolo il mercato acquisendo una così grande posizione.

### 1.7. I derivati e lo stato: un matrimonio impossibile?

Il ricorso a contratti derivati da parte dell'Amministrazione centrale, già attivato negli anni ottanta (essenzialmente per la copertura dai rischi di cambio) è cresciuto considerevolmente dalla metà degli anni novanta, quando lo scopo principale era diventato l'assicurazione dal rischio di un rialzo dei tassi d'interesse sui titoli di stato, in una fase molto delicata di avvio dell'Unione Monetaria Europea e dell'euro.
Per perseguire quest'ultimo scopo gli strumenti più usati dal Tesoro sono stati gli *swaps*.
Per le Amministrazioni centrali, l'utilizzo di derivati è disciplinato dal DPR n. 398 del 2003 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico). Il DPR stabilisce che tra gli strumenti finanziari utilizzabili per la gestione del debito pubblico vi rientrano anche i contratti derivati, con l'esclusione di quelli creditizi, e rinvia a decreti cornice, emanati ogni anno dal Ministro dell'Economia e delle finanze (MEF), la definizione di obiettivi, limiti e modalità operative alle quali il Tesoro deve attenersi nella gestione del debito pubblico, anche con riferimento all'impiego di strumenti

derivati.

Le norme sull'utilizzo di derivati contenute nei suddetti decreti sono rimaste relativamente stabili nel corso degli anni

In sintesi, esse prevedono che*:*

1) *i contratti siano sottoscritti dal Direttore Generale del Tesoro (o, per sua delega, dal Direttore della Direzione II, competente in materia di debito pubblico);*
2) *l'utilizzo di strumenti derivati avvenga solamente nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito pubblico finalizzate al "contenimento del costo complessivo dell'indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato";*
3) *i contratti siano conclusi solo con istituzioni finanziarie di elevata affidabilità (per la scelta della controparte non è necessario indire una gara, in quanto il codice dei contratti pubblici non si applica ai contratti concernenti servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari);*
4) *le operazioni concluse siano regolarmente comunicate all'Ufficio di Gabinetto del Ministro dell'Economia e delle finanze.*

Il Dipartimento del Tesoro trasmette semestralmente alla Corte dei Conti una relazione sulla gestione del debito, compresa l'operatività in derivati.

La legge di stabilità per il 2015 ha esplicitamente previsto la possibilità per il Tesoro di stipulare accordi di garanzia bilaterale a fronte di operazioni in derivati (attività del resto consentita dai decreti cornice del MEF sin dal 2013).

In base a tali accordi, la controparte per la quale il valore di mercato del derivato risulti negativo deve rilasciare una garanzia nella forma di titoli di stato dei paesi dell'area dell'euro o di disponibilità liquide.[62]

La presenza di una garanzia bilaterale rende l'operazione meno rischiosa per la controparte finanziaria, determinando un minore assorbimento di capitale; il

62 Nelle operazioni in derivati l'utilizzo di tali garanzie è divenuto una prassi di mercato.

MEF potrebbe di conseguenza ottenere migliori condizioni contrattuali[63], a fronte delle quali vi sarebbero il costo atteso legato alla fornitura della garanzia e il necessario aumento delle emissioni di titoli di Stato.

Per quanto riguarda le convenzioni contabili, che disciplinano la materia nell'intera area europea, hanno subito nel corso del tempo modifiche rilevanti che nell'assetto ora ridefinito, SEC 2010[64], comportano effetti molto diversificati sull'indebitamento (competenza economica) e sul fabbisogno (cassa).

Il Sec 2010 a partire dal 2014 prevede il venir meno dell'utilizzo dell'EDP D41[65] e, conseguentemente, stabilisce che i contratti derivati e i flussi ad essi collegati siano trattati nell'ambito delle operazioni finanziarie.

Non hanno quindi impatto sulla spesa per interessi e sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche[66], continuano però a riflettersi sul debito pubblico. L'acquisizione netta delle attività finanziarie determina infatti variazioni del debito, ma non dell'indebitamento.

In questa direzione va il Regolamento (UE) 220/2014 che, aggiornando le definizioni della Notifica in base al Sec 2010, prevede che in apposita voce del passivo siano riportati i flussi netti connessi ai derivati finanziari (ad esempio,il saldo tra pagamenti in entrata e in uscita scambiati tra le parti nell'ambito di contratti *swap* e *forward rate agreement*. Inoltre nel manuale di attuazione del nuovo SEC per il calcolo di deficit e debito, si è previsto che le ristrutturazioni di contratti in essere debbano essere considerate come un nuovo contratto di *swap.*

63 Ad esempio, nelle stime del MEF, il costo della copertura dal rischio di cambio di un titolo decennale in valuta potrebbe ridursi di circa 20 punti base.

64 Il Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (Sec) è lo schema di riferimento per la misurazione dell'attività economica e finanziaria di un sistema economico, delle sue componenti e delle relazioni che fra di esse si instaurano in un determinato periodo di tempo.

65 Il Regolamento n°558/2001 modifica il Sec95 dove si stabilisce che la spesa per interessi legata ai contratti *swap* deve essere registrata nell'ambito delle operazioni finanziarie. Nello stesso regolamento viene tuttavia definito un nuovo aggregato ai fini della Procedura sui Deficit Eccessivi (EDP B9), che tiene invece conto dell'impatto netto degli interessi scambiati nell'ambito di contratti derivati includendo questi flussi all'interno della spesa per interessi indicata come EDP D41.

66 Il Regolamento n. 220/2014 della Commissione ha modificato il Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio, allineandolo al nuovo SEC2010 ed eliminando la previsione che stabiliva l'inclusione dei flussi generati da *swap* e *forward rate agreement* (che, insieme con le *swaption*, costituiscono la totalità delle operazioni in derivati poste in essere dalle Amministrazioni pubbliche) nell'indebitamento netto definito ai fini della Procedura per deficit eccessivi. La loro esclusione dal computo del disavanzo ha comportato per l'Italia un miglioramento di tale saldo nel 2013 di circa 0,2 punti percentuali del PIL.

Così nel caso di una ristrutturazione, se il valore di mercato dello *swap* è negativo per lo Stato, tale valore deve essere considerato come un prestito della controparte al soggetto pubblico, anche se lo *swap* preesistente era stato originariamente pattuito a condizioni di mercato e, quindi, sottoscritto con valore di mercato nullo.

Secondo le stime ufficiali, a fine 2014, il valore nozionale degli strumenti derivati su debito ammontava, in Italia, a circa 160 miliardi[67] (quasi il 9 per cento sul totale dei titoli di Stato in circolazione), mentre il valore di mercato segnava una perdita potenziale di circa 42 miliardi: 33 miliardi di perdite su *interest rate swap* e 9 miliardi di perdite su *swaptions*.[68]

Cosa succede se abbiamo un contratto per cui ci impegniamo a pagare, ad esempio un tasso fisso del 3% per un periodo di tempo molto lungo ricevendo tasso variabile, e nel frattempo i tassi variabili crollano come è successo dal 2012 ad oggi?

Succede che abbiamo in mano un contratto di valore negativo, ed è esattamente quello che c'è sui libri contabili della Repubblica Italiana.

Il valore totale di questi *interest rate swap* è pari a meno 33 miliardi di euro, che vuol dire che se volessimo chiudere tutte le posizioni oggi e dire basta ai derivati, dovremmo sborsare questa cifra.

I contratti però, sono molti lunghi e non è detto che i tassi da qui alla scadenza degli stessi rimarranno al livello attuale, se i tassi ricominceranno a risalire, il valore di questi IRS ricomincerà a scendere.

Intanto solo negli ultimi 4 anni il debito pubblico italiano è salito di 16,95 miliardi di euro per le scommesse perse sui contratti derivati compiute dal Ministero dell'Economia.

---

67 Timpone G., *"Bomba derivati sul debito pubblico: 42 miliardi persi in favore delle banche",* Economia Italia, 26 aprile 2016. Tali contratti sono stati stipulati sia con banche straniere (Bank of America, Barclays, Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank ecc) sia con banche italiane (Banca Imi e Unicredit).

68 Pinto V., *"La verità (e la trappola demagogia) sui derivati del Tesoro e sui 42 miliardi di perdite", N*ext Quotidiano, 26 aprile 2015. Le *swaption* (dette anche swap option ) sono opzioni su *interest rate swap*: il loro possessore ha il diritto di entrare, ad una certa data, in un determinato contratto *swap* su tassi. Le swaption vengono spesso utilizzate quale strumento di copertura per beneficiare di eventuali movimenti favorevoli dei tassi di interesse e contestualmente proteggersi contro movimenti sfavorevoli.

*Tabella 1.8.:* ESBORSI (+) O INCASSI (-) DA DERIVATI FINANZIARI INTERMINI DI CASSA

(in milioni)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|
| Belgium | -358,9 | -108,6 | -758,0 | 2,5 |
| Germany | -856,5 | -975,4 | 1.275,0 | 1.510,0 |
| Ireland | -270,4 | -75,0 | 196,2 | 96,6 |
| Spain | 37,0 | 165,0 | 177,0 | 0,0 |
| France | 0,0 | 482,0 | -864,0 | 304,0 |
| Italy | 2.193,2 | 3.876,5 | 2.713,9 | 3.629,2 |
| Netherlands | 511,0 | 214,0 | 1.536,0 | -277,0 |
| Portugal | -216,6 | -188,4 | -22,9 | 101,6 |

Fonte: Eurostat Notifiche EDP – Aprile 2015

*Tabella 1.9.:* ESBORSI (+) O INCASSI (-) RICONDUCIBILI A OPERAZIONI DI RINEGOZIAZIONE DI DERIVATI CON MTM NEGATIVO PASSIVITÀ NETTE IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

(in milioni)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|---|---|---|---|
| Belgium | 0,0 | 0,0 | 144,0 | 0,0 |
| Germany | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ireland | 2,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Spain | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| France | -1.337,0 | -298,0 | -495,0 | -504,0 |
| Italy | 221,0 | 1.688,5 | 800,0 | 1.829,1 |
| Netherlands | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Portugal | -34,1 | -32,4 | -18,4 | 6,0 |

Fonte: Eurostat Notifiche EDP – Aprile 2015

Come si evince dalla tabella 1.8, solo nel 2014 i flussi di interessi causati dalle operazioni in derivati hanno portato via allo Stato ben 3,6 miliardi di euro.

Si tratta di soldi effettivamente spesi cioè usciti dalle casse pubbliche per via dei flussi di denaro che lo Stato ha scambiato con le banche d'affari con cui ha stipulato i derivati. Il saldo negativo diventa però di 5,5 miliardi nel 2014 se a questi 3,2 si sommano anche i costi, pari a 1,8 miliardi che lo stato ha sopportato per operazioni straordinarie: per esempio per la ristrutturazione di alcuni contratti. Questi 1,8 miliardi non stati stati effettivamente spesi dallo Stato, ma hanno comunque aumentato il debito pubblico.

Morale: *"se non avessimo avuto i derivati, nel 2014 il debito pubblico sarebbe*

*stato di 5,5 miliardi più basso".*[69]

Nel 2015, in base ai dati del Rapporto sulla programmazione di bilancio 2016 curato dall'Ufficio parlamentare di bilancio, la voce degli "effetti connessi a derivati finanziari" ha avuto un impatto negativo sul debito quantificabile in 6,8 miliardi: per 3,2miliardi legati al flusso netto di interessi e per altri 3,6 miliardi all'esercizio di *swaption*.

I derivati, quindi, appesantiscono l'indebitamento pubblico più di quanto non lo ha alleggerito il programma di privatizzazioni, che ha raccolto 6,6 miliardi l'anno scorso.[70]

A colpire non sono tanto i numeri, che su un debito così gigantesco (ben oltre i 2.200 miliardi di euro) in fondo pesano relativamente. A lasciare a bocca aperta è piuttosto il confronto con gli altri paesi, perché nessuno ha speso così tanto con i derivati.

Come hanno scritto Lorenzo Totaro e Giovanni Salzano per Bloomberg News: *"I dati Eurostat dimostrano che negli ultimi tre anni i derivati hanno appesantito ulteriormente il debito pubblico italiano, rendendo l'Italia, il Paese che ha subito le maggiori perdite da swap nella zona euro"*[71].

Prendiamo ad esempio solo i tre anni che vanno dal 2011 al 2013, nei quali in Italia i derivati hanno pesato per 11,5 miliardi di euro effettivi.

Nello stesso triennio, invece, in Germania, i derivati hanno prodotto un guadagno (dunque minor debito), per 556 milioni e in Francia per 3,2 miliardi.

Anche in un paese come la Spagna, che ha subito la stessa crisi del debito tra il 2011 e il 2012, i derivati non hanno proporzionalmente fatto così male come a noi: Madrid non ha guadagnato come Parigi e Berlino, ma ha registrato un costo sui derivati di appena 379 milioni.

Insomma in Italia i derivati hanno avuto un effetto concreto sui conti pubblici rilevante, mentre all'estero no.

---

69 Longo M., *"Derivati, per il tesoro conto da 16,9 miliardi in 4 anni",* il Sole 24 Ore, 25 aprile 2015.

70 Greco A., Ricciardi R., "*Nel debito pubblico i derivati pesano quanto i risparmi sui tassi o le privatizzazioni",* http://www.repubblica.it/economia, 27 aprile 2016.

71 Recupero S., "*Debito pubblico: lo zampino di Draghi dietro la bolla dei derivati?",* http://www.ilprimatonazionale.it, Roma, 4 maggio 2016.

Tuttavia bisogna sottolineare che la situazione italiana è particolare, data la mole del debito e la virulenza della crisi del 2011.

Tra l'altro una parte di costi derivano dalle rinegoziazioni dei derivati degli ultimi anni oppure dall'estinzione di alcuni contratti con la conseguente apertura di altri come le *swaption*.

Dobbiamo considerare che tra gli 11,5 miliardi di euro sono ricompresi anche i 3,1 miliardi di euro versati in due rate all'inizio del 2012, dal Tesoro in favore della banca d'affari Morgan Stanley, in quanto nello stesso anno, sotto il governo Monti, ristrutturò, perdendoci, cinque contratti derivati sottoscritti con la stessa in un accordo quadro del 1994.

In tale accordo, il Tesoro garantì alla banca una clausola unilaterale, unica nel suo genere[72], denominata *Additional termination event* (Ate) che consentiva alla stessa, qualora il Tesoro si fosse trovato esposto oltre un certo livello, di chiedere la chiusura del portafoglio.

Questo perché il Tesoro non aveva prestato la garanzia a collaterale (contante o titoli) prevista dall'accordo. Il ministero non l'ha fatto, perché la garanzia avrebbe fatto salire deficit e debito, che invece si voleva far scendere per entrare nell'euro.

La Morgan Stanley avvalendosene, ha determinato così un aggravio effettivo del bilancio statale.

Recentemente i magistrati della Corte dei Conti hanno chiesto a Morgan Stanley di pagare 2,9 miliardi a titolo di risarcimento per l'operazione in derivati sopra descritta.

La notizia è contenuta nella relazione trimestrale della banca americana, dove si legge che la quantificazione del danno erariale è stata ricevuta l'11 luglio scorso.

L'indagine è condotta dalla procura regionale per il Lazio e riguarda appunto i 3,1 miliardi versati dal ministero dell'Economia a Morgan Stanley.

I magistrati contabili sono dell'idea che almeno alcune delle operazioni in derivati fossero improprie, così come la loro chiusura.

72 Lotti C., "*Derivati dello Stato Tesoro: Italia impegnata con contratti da 163 miliardi",* il Fatto Quotidiano.it, 2015.

*"Riteniamo che la richiesta sia priva di basi e ci difenderemo con vigore"*, ha commentato un portavoce di Morgan Stanley.[73]

73 Di Foggia C., *"Debito pubblico, Corte dei Conti: "Dai derivati del Tesoro un danno da 3,8 miliardi. Il Mef favorì Morgan Stanley"*, il Fatto Quotidiano, Economia & Lobby, 29 aprile 2016.

## Capitolo 2

## Il recepimento della Direttiva 2013/34/UE: nuovi criteri di valutazione, le nuove voci di bilancio e l'informativa sui derivati

### 2.1. Premessa

Il tema degli strumenti derivati ha sempre comportato un accesso dibattito tra gli esperti contabili, proprio in considerazione del fatto che in Italia, prima delle novità introdotte dalla nuova riforma contabile, mancava una specifica disciplina che regolamentasse sia sul piano teorico sia su quello applicativo la rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati.

Fino ad oggi non c'erano disposizioni specifiche, ci si limitava a fornire un'informativa nella Nota integrativa ed una valutazione dei rischi nella Relazione sulla gestione.

L'esigenza da sempre sentita dall'Unione Europea è quella di far convergere le regole contabili ad un modello unico in modo tale da ottenere una valutazione uniforme delle imprese che permetta un facile e più immediato confronto. Tutto ciò seguendo la logica secondo cui il bilancio, visto in un ottica globale, deve rappresentare agli investitori attuali e futuri, nel modo più chiaro e trasparente possibile, l'andamento dell'azienda, garantendo una certa sicurezza nelle negoziazioni. Seguendo questa impostazione, la Commissione Europea ha identificato come principi di riferimento per la costruzione dei bilanci i principi internazionali IAS/IFRS.

In Italia, un'importante passo verso la convergenza ai principi internazionali è stato compiuto attraverso il D.Lgs. 28 febbraio 2005 n. 38, recante "*disposizioni sull'esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5, del regolamento (CE) n. 1606/2002, in materia di principi contabili internazionali"* che ha imposto, a partire dal 2005, l'utilizzo degli standard IAS/IFRS per la creazione del bilancio delle società quotate e per quelle in possesso di strumenti finanziari diffusi, con

la sola esclusione delle società che redigono il bilancio in forma abbreviata.[74] Queste società sono state le prime a doversi adattare ai principi internazionali in quanto propense, proprio per la loro struttura, ad avere titoli o quote di capitale negoziati in mercati internazionali.

Un altro importante decreto finalizzato alla convergenza ai principi internazionali è il D.lgs. 18 agosto 2015, n. 139, pubblicato il 4 settembre 2015[75] che ha recepito le norme stabilite dalla Direttiva 2013/34/UE[76] in materia di bilancio di esercizio e consolidato, con il quale il legislatore nazionale ha eliminato alcune delle storiche differenze tra il corpo dei principi contabili nazionali e quelli internazionali.

Il problema di riuscire a convertire il sistema contabile italiano verso una logica europea deriva dal fatto che coesistono due modi diversi di determinazione e valutazione degli elementi di bilancio, compresi i derivati, fondati su obbiettivi e ottiche diverse che convivono difficilmente.

La logica di fondo del *fair value*, utilizzata nei principi contabili internazionali, si scontra con le norme e i principi del codice civile che si basa sul principio del costo.

L'elemento più divergente tra il criterio del costo e del *fair value* dei derivati è rappresentato dalle conseguenze sul processo di formazione dei risultati d'esercizio: l'impiego del costo determina, normalmente, una sottovalutazione del patrimonio e una stabilizzazione dei risultati economici, aumentandone anche la prevedibilità. Al contrario, l'applicazione del *fair value*, nelle valutazioni

74 Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:
1)totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro;
2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;
3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità .
È consentito, però, ai legislatori nazionali di innalzare le soglie dell'attivo patrimoniale e del fatturato, rispettivamente, a 6 €/mln e 10 €/mln.

75 G.U.R.I. n. 205 del 4 settembre 2015: entrato in vigore il 19 settembre 2015.

76 Con la Direttiva 2013/34/UE, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europa il 26 giugno 2013, il legislatore comunitario ha inteso procedere ad una rivisitazione della normativa in materia di bilancio con l'obiettivo di semplificare e snellire la precedente normativa basata sulla IV e VII Direttiva già recepite nel nostro ordinamento. L'intento della Direttiva 34 è sinteticamente quello di una semplificazione per le imprese di minori dimensioni e di una più ampia armonizzazione con la prassi internazionale per quelle di maggiori dimensioni.

successive alla prima rilevazione contabile, determina l'iscrizione al Conto economico di componenti reddituali (differenze di valore positive e negative) che non sono realizzate.

Con la riforma contabile, lo storico dilemma tra coloro che in virtù del principio di prudenza erano ancorati al divieto di iscrivere utili non realizzati e coloro che invece, privilegiavano trasparenza e completezza dell'informazione contabile viene risolto: l'ammissione del *fair value* quale legittimo criterio di valutazione di bilancio adegua la normativa italiana alle indicazioni degli IAS/IFRS e declina l'informazione contabile al fabbisogno informativo degli operatori finanziari.

Le nuove norme sono entrate in vigore dal 1° gennaio 2016 e si applicano sui bilanci di esercizi successivi a tale data, ma dato che i bilanci in Italia si presentano in modo comparativo con i dati dell'esercizio precedente, in ogni caso anche il bilancio chiuso al 31 dicembre 2015 in fase di redazione dovrà essere riclassificato in base alle nuove regole.

Le stesse contribuiscono a fornire una maggior trasparenza nella *disclosure* tecnico contabile dei contratti derivati sottoscritti da imprese non finanziarie anche di medio e piccole dimensioni unita ad una maggiore convergenza di lettura rispetto alle prassi comunemente utilizzate dalle loro controparti.[77]

Inoltre, dal 1° gennaio 2016 bisognerà adattare alle nuove esigenze il piano dei conti ed introdurre nuove procedure interne, tali da poter ottenere i dati e le informazioni ora richieste per la nota integrativa e per la relazione sulla gestione e per il bilancio consolidato, onde evitare di arrivare impreparati al traguardo delle scadenze di legge.

Questo intervento si è reso necessario anche come diretta conseguenza della eccessiva casistica di eventi critici e *finanche* patologici che hanno visto coinvolte imprese private e pubbliche di tutte le dimensioni.

Sono numerose le modifiche apportate alla normativa civilistica nazionale, in particolare:

- Al libro V, Titolo V del Codice Civile e;

77 Toselli G. A., *"Derivati e fair value nei bilanci 2016",* http:// www.diritto bancario.it, ottobre 2015.

- Al D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127, rispettivamente in materia di bilancio di esercizio e bilancio consolidato.

Il recepimento della Direttiva ha comportato significative novità nella composizione dei bilanci di esercizio, nel tentativo di trovare un giusto equilibro tra l'esigenza di tutelare l'interesse pubblico e l'affidamento del lettore da una parte e la necessità di non gravare le imprese (specie quelle più piccole) di oneri informativi e amministrativi eccessivi.[78]

L'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) sta provvedendo ad adeguare alle nuove norme civilistiche, come ragionevolmente prevedibile, i principi contabili nazionali già esistenti e pubblicati tra il 2014 e il 2015.[79]

*Non si tratta solo di interventi di mero "maquillage", bensì anche di "sostanza", volti a incidere in maniera massiva sul contenuto dei documenti di bilancio.*[80]

Le nuove disposizioni danno ulteriore ragione alle caratteristiche di concretezza ed attualità di alcune grandezze economiche come il "*fair value*", ritenute da taluni invece non meritevoli di adeguata trasparenza e quindi contabilizzazione. Questo perché spesso, proprio i contratti derivati sono produttivi di discrasie tra effetti/obblighi immediati e certi nel loro ammontare di tipo finanziario (e quindi gli unici meritevoli di segnalazione per i sostenitori della tesi minoritaria) e futuri/potenziali/incerti nell'ammontare di tipo economico (che non avendo un impatto immediato non avrebbero una sostanza giuridicamente rilevante).

In realtà da una attenta lettura delle nuove regole emerge come le stesse finalizzano il più generale principio della "prevalenza della sostanza sulla forma"[81] il cui rispetto, proprio in presenza di contratti derivati, può assumere

78 Salvadeo S., Troiani M. G., *"Proposta di recepimento della Direttiva UE 2013/34/UE: impatti sulla struttura del bilancio, criteri di valutazione e informativa",* in Bilancio & Reddito d'Impresa, n. 9/2015.

79 L'OIC ha iniziato il processo di aggiornamento dei principi contabili nazionali che si prevede si concluderà entro il prossimo mese di luglio, intanto in data 12 aprile 2016 è stata pubblicata in consultazione la bozza del principio contabile "*OIC XX Strumenti finanziari derivati*", http://*www.fondazioneoic.eu*.

80 Artuso E., Bisinella I., "*D.Lgs. 139/2015: le novità del bilancio tra luci ed ombre*", http://www.solmap.it, 16 aprile 2016.

81 Il decreto in oggetto ha modificato i principi generali di bilancio modificando l'art 2423-*bis* del codice civile. In particolare il primo comma dell'art. 2423-*bis* viene modificato sostituendo il seguente *"1)...nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato"* con la seguente *"1-bis) la rilevazione e la presentazione delle voci deve essere fatta tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto"*.

impatti inattesi quanto molto rilevanti.

Il presente capitolo analizza le novità in tema di criteri valutativi, le modifiche che vengono apportate agli schemi di stato patrimoniale e conto economico nonché quelle in materia di informativa in nota integrativa e nella relazione sulla gestione, al fine di recepire le nuove norme in tema di derivati.

## 2.2. I derivati in bilancio secondo il D.Lgs. n. 139/2015

Il comma 8 dell'art 6 del D.Lgs. 139/15 ha modificato l'art. 2426 del codice civile, aggiungendo al comma 1 il punto 11-bis., che impone a tutte le imprese, fatta eccezione alle micro-imprese[82], di osservare le seguenti regole in tema di valutazione degli strumenti finanziari derivati:

- per quanto riguarda la rilevazione iniziale "*gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari*[83]*, sono iscritti al fair value;*
- *le variazioni del fair value sono imputate a conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è*

82 Il nuovo art. 2435-ter, come noto, concerne il bilancio delle micro-imprese: *"sono considerate micro-imprese le società di cui all'articolo 2435 -bis che nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:*
*1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 175.000euro;*
*2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 350.000euro;*
*3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità."*
Il comma 3 dello stesso articolo stabilisce che gli amministratori non applichino *"le disposizioni di cui al comma 6 dell'art. 2423 e al numero 11-bis del comma 1 dell'art. 2426"*, quelle relative ai nuovi criteri di rilevazione, valutazione e rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati. Questa deroga non si applica, tuttavia, alle imprese che, per dimensioni, non appartengono alla categoria delle "micro-imprese", ma redigono il bilancio abbreviato, in base a quanto stabilito dall'art. 2435-bis, né, naturalmente, a quelle di maggiori dimensioni, che redigono il bilancio completo.

83 Un contratto derivato (ibrido) è un contratto formato da un contratto primario (ossia un contratto a normali condizioni di mercato) ed un derivato incorporato. Il contratto primario può essere un contratto finanziario oppure non finanziario (ad esempio un affitto). Il derivato incorporato produce cambiamenti di flussi di cassa nel contratto ibrido simili a quelli degli strumenti derivati separati. Il derivato incorporato forma parte dello strumento combinato e non è contrattualmente separabile e vendibile a terzi. La controparte del derivato incorporato e del contratto ospite è la stessa.

*imputata a conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione di copertura;*

- *gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura. Si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperta e quelle dello strumento di copertura".*

La questione poco rileva per le imprese che redigevano già (per obbligo o per scelta) il bilancio secondo i principi internazionali IAS, principi ai quali si ispira questo nuovo meccanismo di contabilizzazione. Per loro, le nuove disposizioni sui derivanti non avranno ripercussioni ed effetti evidenti, né ai fini di bilancio, né ai fini fiscali.

Le maggiori ripercussioni riguardano invece le società o i gruppi che redigono il bilancio d'esercizio o consolidato secondo le norme civilistiche italiane che dovranno seguire un sistema di rilevazione e contabilizzazione dei derivati molto più rigido rispetto al precedente.

In particolare, tale disposizione normativa introduce l'obbligo di contabilizzare nello schema di stato patrimoniale il valore degli strumenti finanziari derivati e obbliga altresì gli amministratori a valutare tali strumenti al loro *fair value* e a registrare a conto economico le variazioni intervenute dall'inizio alla fine di ciascun esercizio.

Queste novità possono suscitare anche alcuni timori sia per quanto concerne gli aspetti tecnici di applicazione delle nuove norme sia per il fatto che la presenza del valore di tali strumenti potrebbe generare alcuni problemi per il calcolo dell'indebitamento complessivo dell'impresa e della sua posizione finanziaria netta, specialmente nei casi in cui siano presenti strumenti finanziari derivati aventi valenza passiva.

Anche la determinazione del risultato economico di esercizio essendo gli amministratori obbligati a includere le variazioni del *fair value* di detti strumenti a conto economico per competenza anche se scaturenti da mere valutazioni di fine esercizio e non solo al momento dell'estinzione o dell'alienazione dello strumento stesso, ne esce indubbiamente influenzata e, in base all'andamento del mercato dei derivati, o all'applicazione di metodologie di valutazione ampiamente accettate dalla tecnica se essi non sono quotati, il risultato economico stesso potrà diventare più volatile e dipendere più strettamente dalla condizioni economiche e finanziarie del paese, dal mercato dei beni e servizi che l'impresa produce, eroga e vende e delle altre condizioni economiche necessarie alla produzione e alla vendita degli stessi.

Il legislatore civilistico italiano, recependo i contenuti della Direttiva 34/13, si preoccupa anche della tutela dei terzi creditori e impone agli amministratori il divieto di distribuire utili corrispondenti a variazioni positive registrate a conto economico (nella misura in cui non sono realizzate con terze economie, per esempio in corrispondenza della vendita o dell'estinzione dello strumento finanziario derivato oggetto di valutazione) e di distribuire la riserva che accoglie le eventuali variazioni cumulate di *fair value* degli strumenti derivati di copertura di flussi finanziari.

Infatti, il citato punto 11-*bis*) prosegue così: "*non sono distribuibili gli utili che derivano dalla valutazione al fair value degli strumenti finanziari derivati non utilizzati o non necessari per la copertura. Le riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al fair value di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziari o di un'operazione programmata non sono considerate nel computo del patrimonio netto per le finalità di cui agli artt. 2420, 2433, 2442, 2446 e 2447 e, se positive, non sono disponibili e non sono utilizzabili a copertura delle perdite".*

Il nuovo comma 2 dell'art 2426 c.c., stabilisce che "*ai fini della presente sezione per la definizione di strumento finanziario derivato, di fair value e di modello e tecnica di valutazione generalmente accettato, si deve fare riferimento ai*

*principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea".*

Nello specifico si tratta dello IAS 39 «Strumenti finanziari: misurazione e rilevazione», adottato dall'Unione europea con il Reg. 1126/2008 e dell'IFRS 13 "*valutazione del fair value*" omologato dall'Unione europea con il Reg. 1255/2012.

Il paragrafo 9 dell'IFRS 13 definisce il *fair value* come *"il prezzo che si percepirebbe per la vendita di una attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione"*.

La definizione di *fair value* contenuta nei principi contabili internazionali è basata sul presupposto che un'impresa, in situazione di continuità aziendale e che operi in un mercato "attivo", non abbia alcuna intenzione o necessità di liquidare, ridurre in modo rilevante le sue operazioni o effettuare operazioni a condizioni sconvenienti. Il *fair value*, pertanto, non è l'ammontare che un'impresa potrebbe incassare o pagare in un operazione forzata o in una liquidazione involontaria, ma è un valore neutrale che riflette un prezzo di mercato.

L'IFRS 13 precisa altresì come il *fair value* sia un criterio di valutazione di mercato, non specifico della singola azienda e che, mentre per alcune attività e passività, potrebbero essere disponibili transazioni o informazioni di mercato facilmente osservabili, per altre attività e passività tali informazioni potrebbero non essere disponibili. Tuttavia, la finalità della valutazione del *fair value* è la stessa in entrambi i casi: stimare il prezzo al quale una regolare operazione per la vendita dell'attività o per il trasferimento della passività potrebbe avere luogo tra gli operatori di mercato alla data di valutazione alle condizioni di mercato correnti.[84]

Secondo il principio contabile internazionale IFRS 13, ripreso senza sostanziali

84 La definizione di *fair value* nei principi internazionali è basata sul presupposto che un'impresa, in situazione di continuità aziendale e che operi in un mercato "attivo", non abbia alcuna intenzione o necessità di liquidare, ridurre in modo rilevante le sue operazioni o effettuare operazioni a condizioni sconvenienti. Il *fair value*, pertanto, non è l'ammontare che un'impresa potrebbe incassare o pagare in un operazione forzata o in una liquidazione involontaria, ma è un valore neutrale che riflette un prezzo di mercato.

differenze dal nuovo comma 4 dell'art. 2426 c.c, il *fair value* è determinato con riferimento:

a) "*al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; quando il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;*
b) *al valore che risulta dall'applicazione di modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo, ad esempio swap, forward ecc.; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato".*

Dobbiamo ricordarci che *"Il fair value non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al quarto comma non dà un risultato attendibile".*

La Direttiva prevede che gli strumenti finanziari, che non possono essere valutati attendibilmente mediante uno dei metodi descritti alle lettere a) e b), debbano essere valutati in base al prezzo di acquisto o al costo di produzione, nella misura in cui sia possibile effettuare la valutazione, e la nota integrativa ne fornisce motivazione.

Ai sensi dello stesso principio, la valutazione del *fair value* deve incorporare un premio per i rischio di controparte, ovvero un *credit value adjustment* (CVA) per le attività ed un *debit value adjustment* (DVA) per quanto riguarda le passività. Nel caso di una passività, il rischio di controparte include in particolare il rischio di credito proprio dell'entità che la detiene, anche se potrebbe non essere limitato a questo.

Al fine di aumentare la coerenza e la comparabilità delle valutazioni del *fair value* e delle relative informazioni integrative, l'IFRS stabilisce una gerarchia del *fair value* che classifica in tre livelli gli input delle tecniche di valutazione adottate per valutare il valore di mercato.

La gerarchia del *fair value* attribuisce la massima priorità ai prezzi quotati (non rettificati) in mercati attivi per attività o passività identiche (dati di livello 1) e la priorità minima agli input non osservabili (dati di livello 3). L'utilizzo, in assenza di prezzi quotati, di altri dati di mercato osservabili porta alla classificazione dei dati di input a livello 2.

Per quanto riguarda l'utilizzo di modelli e tecniche di valutazione, il documento OIC 3 prevede quanto segue:

*"La determinazione del valore di mercato di uno strumento finanziario attraverso modelli o tecniche valutative richiede competenze altamente specialistiche e procedure informatiche per gestire i calcoli. Le imprese pertanto devono tempestivamente verificare, in funzione del grado di utilizzo degli strumenti finanziari, l'opportunità di dotarsi di competenze e strumenti interni o in quale misura ricorrere al supporto di consulenti esterni per la fornitura dei valori di mercato. Nel primo caso è necessario identificare la struttura aziendale deputata a svolgere il processo valutativo, verificare il grado di competenze ed eventualmente attivare dei processi formativi". Inoltre, occorre implementare l'ambiente informatico, attraverso l'acquisto di programmi software sul mercato o sviluppati internamente, sia per il censimento di tutte le caratteristiche e gli attributi informativi di ogni singolo strumento necessari per l'alimentazione del modello valutativo prescelto, sia per l'effettuazione dei calcoli. Nel secondo caso è necessario identificare specialisti esterni in grado di fornire i valori di mercato che devono essere rilevati nella nota integrativa e con essi definire modalità e tempistica per la prestazione del servizio....."*.

Quindi da un punto di vista pratico le implicazioni per le imprese saranno rilevanti. Per individuare la giusta tecnica di valutazione non si dovrà considerare solo il modello quantitativo di valutazione, ma anche mettere in atto un processo organizzativo in grado di determinare il *fair value* dei derivati in modo periodico, tenendo conto che la tecnica di valutazione prevista dal Codice civile dovrà privilegiare i possibili fattori di mercato e limitare al massimo l'utilizzo di elementi specifici dell'azienda. Inoltre la vasta gamma di modalità di

misurazione del *fair value*, a eccezione di quelle riferibili alle quotazioni rilevabili in un mercato attivo, renderà complesso l'accertamento dell'adeguatezza dei valori presentati in bilancio. L'attendibilità delle misurazioni del *fair value*, in analogia al processo di determinazione delle stime contabili, risiede nell'adeguatezza dei processi di valutazione adottati dall'impresa: sono necessari completezza dei dati, accuratezza delle misurazioni e delle tecniche valutative, ragionevolezza delle assunzioni e chiara documentazione del processo.

Il risvolto per le imprese sarà pertanto oneroso: dovranno dotarsi di un adeguato sistema di monitoraggio e controllo interno che rendano attendibili le misurazioni del *fair value* dei derivati. Anche se la stima del *fair value* sarà effettuata da esperti esterni o dalla controparte finanziaria con la quale si ha sottoscritto il contratto, i valori quantificati dovranno essere attendibili, controllati e rappresentare il giusto valore del derivato.[85]

### 2.2.1. La valutazione degli strumenti derivati speculativi

Come evidenziato nel capitolo precedente, gli strumenti derivati possono essere sottoscritti con finalità esclusivamente speculative. Le aziende infatti, potrebbero investire parte della propria liquidità in derivati per lucrare sull'andamento futuro di uno specifico sottostante.

Tali operazioni non sono frequenti nelle imprese di piccole dimensioni ma si possono trovare in quelle medio-grandi.

Nelle imprese commerciali e di produzione si approccia agli strumenti derivati a fini di copertura. Queste operazioni però rappresentano la palestra per conoscere ed imparare a gestire i derivati e solo successivamente vengono acquisiti a fini speculativi, infatti, conosciuto l'andamento del sottostante a seguito dell'esperienza fatta nel tempo, si sottoscrivono strumenti derivati che coprono di

85 Portalupi A., *"Strumenti derivati più trasparenti con il fair value. Obbligo di stima a valori di mercato anche per le Pmi"*, Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2015.

più di quanto necessario per speculare sulla parte non coperta.[86]

A partire dal 2016 si applicano le nuove regole introdotte con il D.Lgs. n. 139/2015 che, per i derivati speculativi, impongono di iscrivere periodicamente utili e perdite a conto economico.

Applicando il nuovo punto 11-*bis)* dell'art. 2426 c.c., il redattore del bilancio dovrà iscrivere sia il maggior valore che il minor valore del derivato speculativo a conto economico nella specifica posta "*rettifiche di valore da strumenti derivati*" nella sezione "D" relativa alle rettifiche di valore delle attività e passività finanziarie, determinandone il valore alla data di chiusura del bilancio per ogni esercizio in cui si possiede lo strumento.

Tale criterio di valutazione va comunque letto alla luce del principio di prudenza che impone di non distribuire utili sperati.

Pertanto, il redattore del bilancio non deve accantonare alcun importo a riserva non distribuibile, qualora le perdite da valutazione dei derivati speculativi siano rilevate a conto economico.

La riserva non distribuibile dovrà invece essere iscritta quando emergono utili da valutazione al *fair value* dei derivati speculativi. In particolare, al momento della valutazione il redattore del bilancio deve rilevare a conto economico l'incremento del *fair value* e lo dovrà accantonare a riserva non distribuibile in sede di approvazione del bilancio d'esercizio e di destinazione dell'utile.

Tale utile diviene realizzato nel momento in cui il derivato giunge a scadenza o viene ceduto. Solo in questo momento la riserva accantonata tra le non distribuibili potrà essere svincolata e resa disponibile per la distribuzione ai soci.

Quindi, ricapitolando il nuovo criterio di valutazione per i derivati speculativi si articola in tre step: nel primo, il principio impone di iscrivere per competenza gli utili e le perdite determinate dalla variazione nel tempo del *fair value* di tali strumenti derivati. L'impossibilità di distribuire gli utili sperati (principio che vale sia per le imprese che applicano il Codice Civile che per quelle che utilizzano gli IAS/IFRS a norma del D.Lgs. n. 38/2005), impone al redattore del

86 Fornaciari L., *"I contratti derivati nel nuovo bilancio d'esercizio"*, in Bilancio e Reddito d'Impresa, n. 2/2016.

bilancio di costituire una riserva non disponibile (per la distribuzione degli utili) da valutazione al *fair value* dei derivati speculativi (secondo step).
Infine, il terzo ed ultimo step prevede di giro contare la riserva non distribuibile ad una disponibile per la distribuzione ai soci quando l'utile viene realizzato attraverso la chiusura o la vendita del derivato. Dal punto di vista contabile si tratta di un semplice giroconto che, tuttavia, produce un cambiamento del regime giuridico della riserva.
Il criterio di valutazione introdotto con il D.Lgs. n. 139/2015 ha l'effetto di iscrivere i derivati speculativi tra le attività e consente al lettore del bilancio di valutarne l'impatto economico di esercizio in esercizio.

### 2.2.2. La valutazione degli strumenti finanziari derivati di copertura

Nella maggior parte dei casi le imprese non finanziarie entrano in un contratto derivato con la specifica finalità di coprirsi dal rischio che un altro oggetto, per esempio un contratto di finanziamento a medio lungo termine a tasso fisso, o una materia prima detenuta in magazzino, generino rispettivamente flussi finanziari in uscita eccessivi in un contesto di tassi di interesse decrescenti o una perdita di valore del magazzino in un contesto di prezzo della materia prima in calo.
Secondo il nuovo OIC XX è ammessa la contabilizzazione di copertura solo per i seguenti rischi:

- rischio di tasso di interesse, ad esempio di uno strumento di debito rilevato al costo ammortizzato;
- rischio di cambio, ad esempio il rischio di cambio su un acquisto futuro altamente probabile in valuta estera;
- rischio di prezzo, ad esempio di una merce in magazzino o di un titolo azionario detenuto dalla società.
- rischio di credito (ad esclusione del rischio di credito proprio della società).

Sono ammissibili come elementi coperti solo le attività e passività iscritte in bilancio, impegno irrevocabili e operazioni programmate altamente probabili, mentre un elemento di patrimonio netto non può essere designato come elemento coperto.

È frequente riscontrare che le operazioni di copertura sono poste in essere mediante strumenti finanziari derivati aventi caratteristiche del tutto simili a quelle dell'elemento coperto, quali la scadenza, il valore nominale, la data di regolamento dei flussi finanziari ed il sottostante (definite "relazioni di copertura semplici") e in cui il *fair value* dello strumento finanziario derivato è prossimo allo zero alla data di rilevazione iniziale. Per tali fattispecie la contabilizzazione delle operazioni di copertura può essere basata su un'analisi esclusivamente qualitativa e non necessita dell'elaborazione di un test quantitativo. In tal caso è possibile concludere che il valore dello strumento di copertura evolve nella direzione opposta di quello dell'elemento coperto per effetto di uno stesso rischio e che, quindi, tra elemento coperto e strumento di copertura esiste un rapporto economico non casuale.

La relazione di copertura soddisfa i criteri di ammissibilità per la contabilizzazione delle operazioni di copertura se, e soltanto se:

- la relazione di copertura consiste solo di strumenti di copertura ammissibili ed elementi coperti ammissibili;
- ai sensi dell'articolo 2426 comma 1 numero 11 *bis* "*si considera sussistente la copertura in presenza, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura*". Pertanto all'inizio della relazione di copertura vi è una designazione e documentazione formale della relazione di copertura, degli obiettivi della società nella gestione del rischio e della strategia nell'effettuare la copertura. La documentazione deve includere l'individuazione dello strumento di copertura, dell'elemento coperto, della natura del rischio coperto e di come la società valuterà se la relazione di copertura soddisfi i requisiti di efficacia della copertura (compresa la sua

analisi delle fonti di inefficacia della copertura e di come essa determina il rapporto di copertura);

- la relazione di copertura soddisfa tutti i seguenti requisiti di efficacia della copertura: vi è un rapporto economico tra l'elemento coperto e lo strumento di copertura. Ciò implica che il valore dello strumento di copertura varia al variare, in relazione al rischio oggetto della copertura, nella direzione opposta di quello dell'elemento coperto; l'effetto del rischio di credito della controparte dello strumento finanziario derivato e dell'elemento coperto, qualora il rischio di credito non sia il rischio oggetto di copertura, non prevale sulle variazioni di valore risultanti dal rapporto economico. Pertanto ci si attende che il rischio di credito non incida significativamente sul *fair value* dello strumento di copertura e dell'elemento coperto; viene determinato il rapporto di copertura pari al rapporto tra le quantità di strumenti finanziari derivati utilizzati e le quantità di elementi coperti. Normalmente questo rapporto è 1:1 (uno strumento finanziario derivato copre esattamente l'elemento coperto) sebbene in alcuni casi possa essere differente. Il calcolo del rapporto di copertura deve essere tale da non determinare *ex ante* inefficacia della copertura (esempio copertura di un nozionale superiore di quello dell'elemento coperto).

La verifica delle sussistenza dei criteri di ammissibilità per la contabilizzazione delle operazioni di copertura deve essere fatta in via continuativa. Ad ogni data di chiusura del bilancio la società deve valutare se la relazione di copertura soddisfi ancora i requisiti di efficacia.

La disciplina in commento, coerentemente con quanto descritto dal paragrafo 86 dello IAS 39, ha individuato due modalità di copertura del rischio, di cui ha previsto, in via generale, il relativo trattamento contabile e di bilancio.

Le coperture di *fair value* (*fair value hedge*) sono finalizzate a coprire le oscillazioni di *fair value* di attività o passività già iscritte in bilancio, di un

impegno irrevocabile[87] non iscritto o di una loro parte identificata imputabile ad un particolare rischio, che potrebbero ripercuotersi in conto economico.

La copertura di *fair value* lungo la sua durata deve essere contabilizzata come segue:

- lo strumento di copertura deve essere valutato al *fair value* e quindi rilevato nello stato patrimoniale come un'attività o una passività
- l'elemento coperto è valutato nei seguenti modi: nel caso di un'attività o una passività iscritta in bilancio, il valore contabile è adeguato per tener conto della della valutazione al *fair value* della componente relativa al rischio oggetto di copertura; nel caso di un impegno irrevocabile, il *fair value* della componente relativa al rischio oggetto di copertura è iscritta nello stato patrimoniale come attività o passività nella voce di stato patrimoniale che sarà interessata dall'impegno irrevocabile al momento del suo realizzo.

Le variazioni del *fair value* dello strumento di copertura e dell'elemento coperto sono rilevate nella sezione D) del conto economico.

Nel caso di copertura perfetta dovrebbero compensarsi perfettamente quindi l'impatto in conto economico dovrebbe essere nullo.

Nel caso invece di coperture imperfette ma altamente efficaci (ricomprese nell'intervallo 80%-125%), l'impatto in conto economico sarà pari alla differenza tra la variazione di *fair value* subita dal derivato di copertura e quella sulla posta coperta attribuibile allo specifico rischio oggetto di copertura.

A mero titolo esemplificativo, e senza pretesa di esaustività, se l'elemento coperto è rappresentato da un titolo, valutato al costo ammortizzato, e se l'impresa stipula un contratto derivato per tutelarsi dal rischio di deprezzamento del valore di mercato di detto titolo, in ipotesi di flessione del valore del titolo dovranno essere effettuate le seguenti scritture:

87 Un impegno irrevocabile è un accordo vincolante per lo scambio di una quantità prestabilita di risorse ad un prezzo prestabilito ad una data o più date future prestabilite.

| | | |
|---|---|---|
| Svalutazione titoli<br>(Costo, CE) | a | Titoli<br>(Riduzione di valore della voce "Titoli") |
| Strumenti finanziari derivati<br>(Attività, SP) | a | Rivalutazione strumenti finanziari derivati<br>(Provento, CE) |

Conto Economico esercizio n

| COSTI | RICAVI |
|---|---|
| Svalutazione titoli | Rivalutazione strumenti finanziari derivati |

Stato Patrimoniale al 31.12.n

| ATTIVITA' | PASSIVITA' |
|---|---|
| Titoli<br>Strumenti finanziari derivati | |

Se, alla chiusura dell'esercizio successivo, il Titolo dovesse registrare un incremento di valore e il derivato una variazione negativa di *fair value,* le scritture contabili saranno le seguenti:

| | | |
|---|---|---|
| Titoli<br>(Incremento di valore della voce "Titoli") | a | Rivalutazione titoli<br>(Provento, CE) |
| Svalutazione strumenti finanziari derivati<br>(Costo, CE) | a | Strumenti finanziari derivati<br>(Riduzione di valore della voce "Strumenti finanziari derivati") |

Le coperture di flussi finanziari *(cash flow hedge )* sono finalizzate alla copertura dell'esposizione alle oscillazioni di valore dei flussi finanziari attesi attribuibili ad attività o passività iscritte in bilancio, ad impegni irrevocabili oppure ad operazioni altamente probabili (*forecast transiction)*[88] che potrebbe influire sul conto economico.

L'obiettivo, quindi, è quello di proteggere l'azienda da oscillazioni sfavorevoli dei flussi finanziari futuri; in altre parole, di evitare il pagamento di maggiori oneri su finanziamenti ottenuti a tasso variabile o l'ottenimento di minori ricavi. Anche in questo caso, in genere, le coperture si riferiscono al rischio di cambio, di tasso di interesse e di prezzo delle *commodities.*

88 La transazione futura altamente probabile consiste in un'operazione programmata dall'azienda la cui manifestazione è altamente probabile ma che non deriva da accordi vincolanti tra le parti come avviene nel caso di impegno irrevocabile (potenziale oggetto di una copertura di f*air value*).

In tale modello, alla data di chiusura del bilancio, la società è, quindi, tenuta a rilevare nello stato patrimoniale (attivo o passivo) lo strumento derivato di copertura al *fair value* mentre la parte efficace di utile/perdita sullo strumento di copertura deve essere rilevato in una riserva del patrimonio netto.

Tale riserva di patrimonio netto, mutuando l'esperienza di cui allo IAS 39, non può accogliere le componenti inefficaci della copertura contabile, ossia variazioni di *fair value* dello strumento finanziario derivato alle quali non corrisponde una variazione di segno contrario dei flussi finanziari attesi sull'elemento coperto. Qualora, infatti, l'ammontare delle variazioni di *fair value* intervenute nello strumento di copertura sia superiore all'ammontare delle variazioni di *fair value* intervenute nell'elemento coperto dall'inizio della relazione di copertura, l'eccedenza rappresenta la parte di inefficacia della copertura. La componente di inefficacia è rilevata nella sezione D del conto economico.

Il rilascio della *riserva per copertura di flussi finanziari attesi* deve avvenire come segue:

a) in una copertura dei flussi finanziari connessi ad un'operazione programmata altamente probabile o impegno irrevocabile che comporta successivamente la rilevazione di un'attività o passività non finanziaria, la società al momento della rilevazione dell'attività o della passività deve eliminare l'importo dalla *riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi* e includerlo direttamente nel valore contabile dell'attività o della passività non finanziaria;

b) in una copertura di flussi finanziari connessi ad un'attività o passività iscritta in bilancio l'importo della riserva deve essere riclassificato a conto economico nello stesso esercizio o negli stessi esercizi in cui i flussi finanziari futuri coperti hanno un effetto sull'utile (perdita) d'esercizio (per esempio, negli esercizi in cui sono rilevati gli interessi attivi o gli interessi passivi o quando si verifica la vendita programmata). La voce di conto economico in cui classificare il rilascio della riserva è la stessa che è impattata dai flussi finanziari attesi quando hanno effetto sull'utile (perdita) d'esercizio;

c) tuttavia, se l'importo costituisce una perdita e la società non prevede di

recuperare tutta la perdita o parte di essa in un esercizio o in più esercizi futuri, la società deve immediatamente imputare alla voce D) 19) d) del conto economico dell'esercizio l'importo che non prevede di recuperare.

La società deve cessare prospetticamente la contabilizzazione di copertura dei flussi finanziari se e soltanto se: lo strumento di copertura scade, è venduto o cessato; la copertura non soddisfa più i criteri per la contabilizzazione di copertura; in una copertura di un'operazione programmata, l'operazione programmata non è più altamente probabile.

A mero titolo esemplificativo, e senza pretesa di esaustività, se il flusso di cassa coperto attraverso il derivato è relativo agli interessi su un finanziamento a tasso variabile, la società, alla data di bilancio, dovrà rilevare lo strumento finanziario derivato nello stato patrimoniale e se la copertura è efficace iscrivere, in contropartita, la riserva di patrimonio netto di cui si è detto.

Ipotizzando, a fine esercizio, un *fair value* positivo del derivato, la società effettuerà le seguenti scritture, scorporando, da tale *fair value*, la parte di competenza dell'esercizio in chiusura:

| | | |
|---|---|---|
| Strumenti finanziari derivati | a | Diversi |
| ( Attività, SP) | a | Riserva per operazioni di copertura di flussi finanziari accessi (Patrimonio Netto, SP) |
| | a | Interessi da strumenti finanziari derivati (Provento, CE) |

Conto Economico esercizio n

| COSTI | RICAVI |
|---|---|
| Interessi su finanziamento | Interessi da strumenti finanziari derivati |

Stato Patrimoniale al 31.12.n

| ATTIVITA' | PASSIVITA' |
|---|---|
| Strumenti finanziari derivati | Debiti finanziari |
| | P. Netto |
| | Riserva per operazioni di copertura (…) |

La riserva si decrementerà nel corso dell'esercizio successivo per il valore corrispondente inserito in conto economico per la copertura connessa al rischio di

variazione del tasso e, quindi, degli interessi-flussi del finanziamento:

| | | |
|---|---|---|
| Banca C/C<br>(Incasso differenziale su derivato) | a | Strumenti finanziari derivati<br>(Riduzione di valore del derivato) |
| Riserva per operazioni di copertura di flussi finanziari attesi<br>(Riduzione di valore della "riserva") | a | Interessi da strumenti finanziari derivati<br>(Provento, CE) |

E' evidente che, a fine esercizio, dovrà essere ricalcolato il *fair value* del derivato e che, quindi, la riserva in questione potrebbe registrare, sempre valutando l'efficacia della copertura, una variazione in aumento o in diminuzione

Anche se non trattato dalla nuova normativa è bene evidenziare che, ai sensi dello IAS 39, esiste una terzo modello di copertura; la copertura di un investimento in una gestione estera "*hedge of a net investment in a foreign entity*" che consiste nel possesso, da parte di una holding, di azioni o partecipazioni in società controllate, collegate o a controllo congiunto la cui valuta è diversa da quella di presentazione del bilancio consolidato.

Lo IAS 21 prescrive la metodologa di conversione dei bilanci espressi in moneta estera distinguendo a seconda che l'elemento in questione sia iscritto in stato patrimoniale o in conto economico.

In particolare le attività e le passività finanziarie, ai fini della presentazione del bilancio consolidato, vanno convertite al tasso rilevato alla data di chiusura del bilancio; i componenti di reddito invece vanno convertiti sulla base del tasso vigente al momento in cui la transazione da cui hanno luogo è stata posta in essere, salva la possibilità di utilizzare un tasso medio di periodo laddove non determini degli scostamenti eccessivi.

Tuttavia la variazione dei tassi di cambio tra un esercizio e l'altro può provocare una certa volatilità del patrimonio netto, per proteggersi dalla quale le società possono decidere di porre in essere una strategia di copertura procedendo alla designazione a tal fine di uno strumento finanziario derivato.

Nel caso in cui, avendo l'azienda optato in tal senso e rispettato tutti i requisiti previsti dallo IAS 39, venissero poi applicate le regole dell'*hedge accounting*,

assisteremo a delle modalità di contabilizzazione delle diverse operazioni analoghe a quelle descritte per il caso di copertura dei flussi finanziari. In particolare avremmo l'iscrizione della parte efficace della copertura in una riserva di patrimonio netto (che verrà stornata confluendo in conto economico e contribuendo alla formazione del reddito d'esercizio al momento della realizzazione) o della parte inefficace direttamente in conto economico nel reddito d'esercizio.

### 2.3. Le modifiche allo stato patrimoniale e al conto economico

Poiché il nuovo art. 2426 richiede la rappresentazione del valore degli strumenti finanziari derivati innanzitutto nello stato patrimoniale, utilizzando il loro *fair value,* è conseguenza naturale che il legislatore italiano abbia apportato alcune modifiche anche allo schema di stato patrimoniale.
Il comma 4 e 6 dell'art. 6 del D.Lgs. 139/2015, modifica le disposizioni dell'art. 2424 comma 1 e 2425 c.c. in ordine al contenuto dello stato patrimoniale e del conto economico e aggiunge agli stessi specifiche voci per esporre la variazione di *fair value,* alla data di chiusura dell'esercizio, degli strumenti finanziari derivati.
La classificazione per l'attivo patrimoniale è:la seguente:

- tra le "*immobilizzazioni finanziarie*" nella voce B) III 4) *strumenti finanziari derivati.* Quindi dal 1° gennaio 2016, tale voce non accoglie più il valore delle azioni proprie destinate a permanere, tra le immobilizzazioni finanziarie, oltre la fine dell'esercizio successivo a quello in chiusura;
- Tra le "*Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni*" dell'attivo circolante nella voce C) III 5) *strumenti finanziari derivati attivi,* che fino al 31 dicembre 2015 ha accolto il valore delle azioni proprie non destinate a permanere per un periodo di tempo superiore

all'esercizio successivo a quello di riferimento del bilancio.

La classificazione prevista per il passivo dello stato patrimoniale è la seguente:

- nel "*Patrimonio netto*" nella voce A) VII - *riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi*;
- tra i "*Fondi per rischi e oneri*" nella voce B) 3 – *strumenti finanziari derivati passivi,* che accoglie gli strumenti finanziari derivati con *fair value* negativo alla data di valutazione.

È importante osservare l'asimmetria della rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati passivi, che il legislatore del D.Lgs. n. 139/2015 richiede di classificare nella nuova ed apposita voce B.3), tra i fondi rischi ed oneri e non tra i debiti (classificati tutti invece, come noto, nella voce D) del passivo). Tale asimmetria è volta a porre l'attenzione sul fatto che gli strumenti derivati possono assumere anche valore negativo, rappresentando un rischio di dover procedere ad un esborso di risorse finanziarie per la società che li detiene, e che tale valore potrebbe cambiare e assumere anche un valore positivo prima della naturale scadenza dello strumento o della sua alienazione.

Per questo, ad avviso di Claudia Mezzabotta, "*il legislatore avrebbe deciso di non classificarli tra le passività in senso stretto, di cui alla citata voce D) dello schema di legge"*.[89]

Secondo il nuovo principio contabile OIC XX la classificazione tra attivo immobilizzato ed attivo circolante degli strumenti finanziari derivati con *fair value* positivo alla data di valutazione dipende dalle seguenti considerazioni:

a) uno strumento finanziario derivato di copertura dei flussi finanziari o del *fair value* di un'attività segue la classificazione, nell'attivo circolante o immobilizzato, dell'attività coperta;

b) uno strumento finanziario derivato di copertura dei flussi finanziari e del *fair value* di una passività, un impegno irrevocabile o un'operazione programmata altamente probabile è classificato nell'attivo circolante;

89 Mezzabotta C., "*Fair value per gli strumenti derivati nel bilancio civilistico",* in Amministrazione & Finanza, n°3/2016.

c) uno strumento finanziario derivato non di copertura è classificato nell'attivo circolante entro l'esercizio successivo.

La nuova voce A.VII) del patrimonio netto accoglie la "*Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi*", accoglie le variazioni di fair value della componente efficace degli strumenti derivati di copertura di flussi finanziari attesi, come stabilito dal citato comma 1, punto 11-*bis*, dell'art. 2426.

Questa riserva accoglie, temporaneamente, le variazioni di *fair value* della componente efficace degli strumenti finanziari derivati di copertura di flussi finanziari e, quando i flussi di cassa si concretizzeranno o si modificheranno, la riserva rigirerà la variazione di *fair value* al C.E.

STATO PATRIMONIALE al 31/12/2016

| ATTIVO | PASSIVO |
|---|---|
| A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, con separata indicazione della parte già richiamata | A) Patrimonio netto: |
| B) Immobilizzazioni, con separata indicazione di quelle concesse in locazione finanziaria: | I - Capitale. |
| | II - Riserva da sovrapprezzo delle azioni. |
| I - Immobilizzazioni immateriali: | III - Riserva di rivalutazione. |
| 1) Costi di impianto e di ampliamenti; | IV - Riserva legale. |
| 2) Costi di sviluppo; | V - Riserva statutarie. |
| 3) Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno; | VI - Altre riserve, distintamente indicate. |
| | **VII - Riserva per operazione di copertura dei flussi finanziari attesi.** |
| 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili; | VIII - Utili (perdite) portati a nuovo. |
| 5) Avviamento; | IX - Utile (perdita) dell'esercizio precedente. |
| 6) Immobilizzazioni in corso e acconti; | X - Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio. |
| 7) Altre. | Totale. |
| Totale. | B) Fondi per rischi e oneri: |
| | 1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili; |
| II - Immobilizzazioni materiali: | 2) Per imposte, anche differite; |
| 1) Terreni e fabbricati; | **3) Strumenti finanziari derivati passivi;** |
| 2) Impianti e macchinari; | 4) Altri. |
| 3) Attrezzature industriali e commerciali; | Totale. |
| 4) Altri beni; | |
| 5) Immobilizzazioni in corso e acconti. | C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato. |
| Totale. | |
| | D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo: |
| III - Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo: | |
| | 1) Obbligazioni; |
| 1) Partecipazione in: | 2) Obbligazioni convertibili; |
| a) Imprese controllate; | 3) Debiti verso soci per finanziamenti; |
| b) Imprese collegate; | 4) Debiti verso banche; |
| c) Imprese controllanti; | 5) Debiti verso altri finanziatori; |
| d) Imprese sottoposte al controllo delle controllanti; | 6) Acconti; |
| | 7) Debiti verso fornitori; |
| d-bis. Altre imprese. | 8) Debiti rappresentati da titoli di credito; |
| | 9) Debiti verso imprese controllate; |

| | |
|---|---|
| 2) Crediti:<br>a) Verso imprese controllate;<br>b) Verso imprese collegate;<br>c) Verso controllanti;<br>d) Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;<br>d-bis) Verso altri.<br>3) Altri titoli;<br>**4) Strumenti finanziari derivati attivi**.<br>Totale.<br>Totale Immobilizzazioni (B);<br><br>C) Attivo circolante:<br>I - Rimanenze:<br>1) Materie prime, sussidiarie e di consumo;<br>2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati;<br>3) Lavori in corso su ordinazione;<br>4) Prodotti finiti e merci;<br>5) Acconti.<br>Totale.<br>II - Crediti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo:<br>1) Verso clienti;<br>2) Verso imprese controllate;<br>3) Verso imprese collegate;<br>4) Verso imprese controllanti;<br>5) Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;<br><br>5-bis) Crediti tributari;<br>5-ter) Imposte anticipate;<br>5-quater) Verso altri;<br>Totale.<br>III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni:<br>1) Partecipazioni in imprese controllate;<br>2) Partecipazioni in imprese collegate;<br>3) Partecipazioni in imprese controllanti;<br>3-bis) Partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti;<br>4) Altre partecipazioni;<br>**5) Strumenti finanziari derivati attivi;**<br>6) Altri titoli.<br><br>Totale.<br>IV - Disponibilità liquide:<br>1) Depositi bancari e postali;<br>2) Assegni;<br>3) Danaro e valori in cassa.<br><br>Totale.<br>Totale Attivo Circolante (C).<br>D) Ratei e risconti. | 10) Debiti verso imprese collegate;<br>11) Debiti verso imprese controllanti;<br><br>11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti;<br>12) Debiti tributari;<br>13) Debiti verso istituto di previdenza e di sicurezza sociale;<br>14) Altri debiti.<br><br>Totale.<br>E) Ratei e risconti. |

Per quanto riguarda invece il conto economico, la variazione di *fair value* degli strumenti finanziari derivati è esposta nella sezione D) "Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie" nelle nuovi voci previste dall'articolo 2425 codice civile:

- D) 18 d) *rivalutazione di strumenti finanziari derivati*;
- D) 19 d) *svalutazione di strumenti finanziari derivati*.

Nella voce D) 18 d) sono incluse le variazioni positive di *fair value* degli strumenti finanziari derivati non di copertura, gli utili derivanti dalla componente inefficace della copertura nell'ambito di una copertura dei flussi di cassa, gli utili derivanti dalla valutazione dell'elemento coperto e dello strumento di copertura nell'ambito di una copertura di *fair value* (solo se la variazione di *fair value* dello strumento di copertura è maggiore della variazione del *fair value* dell'elemento coperto) e la variazione del valore temporale.

Nella voce D) 19 d) sono incluse le variazioni negative di *fair value* degli strumenti finanziari derivati non di copertura, le perdite derivanti dalla componente inefficace della copertura nell'ambito di una copertura dei flussi di cassa, le perdite derivanti dalla valutazione dell'elemento coperto e dello strumento di copertura nell'ambito di una copertura di *fair value* e l'ammontare della "*riserva per operazione di copertura di flussi finanziari attesi"* quando la società non ne prevede il recupero.

La rilevazione a conto economico, delle variazioni del *fair value* dei derivati diventa obbligatoria anche quando esse non sono realizzate tramite estinzione dello strumento o alienazione dello stesso, come era invece il caso prima che entrassero in vigore le nuove norme civilistiche.

CONTO ECONOMICO al 31/12/2016

A) Valore della produzione:
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni;
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti;
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione;
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni;
5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio.
B) Costi della produzione:

6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci;
7) Per servizi;
8) Per godimento di beni di terzi;
9) Per il personale:
a) Salari e stipendi;
b) Oneri sociali;
c) Trattamento di fine rapporto;
d) Trattamento di quiescenza e simili;
e) Altri costi;
10) Ammortamenti e svalutazioni:
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali;
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni;
d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide;
11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;
12) Accantonamento per rischi;
13) Altri accantonamenti;
14) Oneri diversi di gestione.

Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)

C) Proventi e oneri finanziari:
15) Proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli relativi ad imprese controllate e collegate e di quelli relativi a controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
16) Altri proventi finanziari:
a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli di controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
b) Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni;
c) Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;
d) Proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti e da imprese sottoposte al controllo di queste ultime;
17) Interessi e altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti;
17-bis) utili e perdite su cambi.
Totale (15 + 16 – 17 +- 17-bis)
**D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie:**
18) Rivalutazione:
a) Di partecipazioni;
b) Di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;
c) Di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;
**d) Strumenti finanziari derivati.**

19) Svalutazioni:
a) Di partecipazioni;
b) Di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;
c) Di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;
**d) Strumenti finanziari derivati.**

Totale delle rettifiche (18 -19)
Risultato prima delle imposte (A – B +-C +- D);
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate;
21) Utile (perdite) dell'esercizio

Dopo l'articolo 2425-bis del codice civile è inserito l' art. 2425-*ter* che obbliga alla predisposizione del rendiconto finanziario. Dallo stesso devono risultare per l'esercizio di bilancio e per quello precedente, l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall'attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento.

Nicola Benini, Partner Ifa Consulting, ritiene opportuno che il rendiconto evidenzi i flussi periodici da derivati separandoli da quelli del sottostante (flussi ordinari di finanziamento o investimento ecc.) per rispetto del principio di significatività e integrità ed evitare una commistione che potrebbe essere potenzialmente fuorviante per il lettore.

### 2.4. Il profilo fiscale

Il recepimento della direttiva 2013/34/UE è suscettibile di generare implicazioni non soltanto dal punto di vista civilistico, ai fini della redazione del bilancio d'esercizio, ma anche dal punto di vista fiscale.

A tal riguardo, il DLgs. 139/2015 stabilisce che dall'attuazione del medesimo decreto "*non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica*", trattandosi di disposizioni di carattere ordinamentale.

Il recepimento della direttiva dovrebbe, dunque, determinare un'invarianza di gettito.

Per contro, il legislatore non ha finora previsto modifiche normative né al TUIR, con riferimento all'IRES, né al D.Lgs. 446/97, con riferimento all'IRAP.

Stando così le cose, appare auspicabile l'introduzione di disposizioni fiscali specifiche, volte a coordinare la normativa fiscale con le nuove disposizioni civilistiche, analogamente a quanto avvenuto con riferimento ai soggetti IAS *adopter.*

Qualora, infatti, le disposizioni vigenti non venissero modificate, si genererebbe

un doppio binario civilistico-fiscale, in quanto, per determinare il reddito imponibile, occorrerebbe fare riferimento alla precedente normativa civilistica e applicare alle fattispecie reddituali così individuate la disciplina tributaria in vigore, con evidenti implicazioni (e complicazioni) di carattere operativo.

La problematica maggiormente evidente attiene all'IRAP: il DLgs. 139/2015, come detto in precedenza, prevede un generale obbligo di rilevazione degli strumenti derivati al *fair value*.

Come evidenziato dal CNDCEC (documento 13.7.2015), l'imputazione a patrimonio netto delle variazioni del *fair value* degli strumenti di copertura determina riflessi fiscali da approfondire e con esiti incerti.

La disciplina fiscale attualmente contenuta nell'art. 112 del TUIR dovrebbe essere evidentemente rivista in considerazione delle nuove disposizioni civilistiche.

## 2.5. L'eliminazione dei conti d'ordine

Nell'ordinamento italiano gli strumenti finanziari derivati sono sempre stati considerati come "*operazioni fuori bilancio"*[90] e, pertanto, erano generalmente iscritti "*sotto la linea*" o per meglio dire, come impegni tra i conti d'ordine.

Le società che applicano i principi contabili nazionali, al più, registravano "sopra la riga" ovvero direttamente in bilancio, un accantonamento ad apposito fondo nell'ipotesi di perdite attese in base al principio di prudenza, che era fiscalmente irrilevante.

Infatti, l'OIC 22 chiedeva di inserire nei conti d'ordine in calce allo stato patrimoniale il corrispondente importo dell'operazione in contratti e di rilevare le

90 Si definiscono operazioni fuori bilancio quei contratti già perfezionati ma che non danno luogo a diritti e obblighi immediatamente iscrivibili tra le attività e passività di stato patrimoniale. L'art. 112 del TUIR definisce come operazioni fuori bilancio quelle relative a: - contratti di compravendita non ancora regolati a pronti o a termine di titoli o valute; - contratti derivati con titoli sottostanti (swap, future, option, ….); - contratti derivati su valute (domestic currency swap, …); - contratti derivati senza titoli sottostanti ma collegati a indici di borsa, tassi d'interesse o altre attività (interest rate swap, …).

perdite presunte in un apposito fondo rischi ed oneri, denominato “Fondi per perdite potenziali correlate a strumenti derivati” deputato ad accogliere passività connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio, ma caratterizzate da uno stato d’incertezza il cui esito dipende dal verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro.

Lo stesso documento però di fatto sconsigliava questa tipo di impostazione a causa della discrasia tra il valore nominale del contratto, da utilizzare in virtù del principio della prudenza, ed il valore reale dello strumento.

Infatti, nel paragrafo relativo alla valutazione dei conti d’ordine era così statuito:

“*Sono, inoltre, da evitare i valori nominali quando questi risultino fuorvianti, non avendo nulla a che vedere con il rischio o l’impegno assunto. II caso può verificarsi, ad esempio, nei contratti finanziari derivati, in cui i capitali di riferimento (o nozionali) non forniscono alcuna indicazione del reale rischio incombente sulla società.*”

Per questo motivo, nella versione aggiornata dell'OIC 22, tale previsione è stata eliminata a partire dai bilanci chiusi al 31 dicembre 2014.

Quanto detto sopra era esplicitato anche nel comma 3 dell'art. 2424 del codice civile che in virtù del recepimento della Direttiva 34/13, il comma 3 dell'art. 2424 del codice civile, è stato abolito.

Vale la pena sottolineare come, per gli strumenti derivati, all'abolizione dei conti d'ordine fa da contraltare l'inserimento del loro valore direttamente nello schema di stato patrimoniale e delle variazioni dello stesso valore a conto economico.

### 2.6. L'informativa sui derivati in nota integrativa

La nota integrativa ha subito delle modifiche con l'introduzione del D.Lgs. n. 139/2015. In particolare, tale decreto ha modificato sia l'art. 2427 che il 2427-*bis* del codice civile, con l'obiettivo di adeguare il contenuto della nota integrativa alle novità introdotte dallo stesso e di migliorare l'utilità del bilancio per i

destinatari esterni all'impresa.

L'art. 2427, al numero 1, richiede l'indicazione dei *"criteri applicati nella valutazione delle voci di bilancio e delle rettifiche di valore".*

Ci si riferisce ai criteri indicati nell'art. 2426 del codice civile ma evidenzia anche la scelta fatta dalla società tra più criteri di valutazione ammessi dalla norma, ad esempio, nel caso dei derivati se la società valuta gli strumenti finanziari derivati come di copertura o non di copertura.

Invece, l'art. 2427-*bis* ha ad oggetto le informazioni da fornire in nota integrativa per quanto concerne il valore equo degli strumenti finanziari.

Prima del 1° gennaio 2016, il dettato dell'art. 2427-*bis* si limitava a richiedere che la nota integrativa contenesse il mero valore degli strumenti derivati e alcune informazioni sulla loro entità e natura, letteralmente da intendersi come "valori nozionali" (o facciale) dei contratti e "finalità" (di copertura, di gestione, ibrido) che veniva certificata facendo riferimento alla documentazione fornita dalla stessa controparte, compresi i termini contrattuali che potessero influenzare l'importo.[91]

Il nuovo testo è stato ampliato e il grado di dettaglio delle informazioni da fornire è aumentato, per tenere conto che il valore equo di tali strumenti è ora inserito, come evidenziato in precedenza, direttamente a stato patrimoniale e ha impatti più rilevanti sul conto economico.

Le nuove norme richiedono che la nota integrativa riporti, "*per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati*", indicazioni relative:

a) *il loro fair value:* sono informazioni quantitative riferite all'esercizio in chiusura e sono confrontate con quelle dell'esercizio precedente;
b) *informazioni sulla loro entità e sulla loro natura, compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri:* la società descrive eventuali termini

91 Questo assunto tuttavia non sembra scritto con la massima chiarezza; in prima osservazione il dettato sembra intendere la necessità di una piena "*disclosure*" dei c.d. "derivati incorporati" nascosti appunto in clausole contrattuali in grado di mitigare o trasferire rischi al variare dei parametri di mercato. Benini N.," *DERIVATI E BILANCIO nel D.Lgs. n° 139/2015: un lungo percorso verso la trasparenza",* Partner Ifa Consulting, ottobre 2015.

e condizioni contrattuali che possano influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri;

c) *gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato;*
d) *le variazioni di valore iscritte direttamente nel conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto:* tali informazioni si riferiscono agli effetti economici e patrimoniali derivanti dall'applicazione del presente principio e possono essere date in forma descrittiva a commento delle singole voci di conto economico o stato patrimoniale;
e) *una tabella che indichi i movimenti delle riserve di fair value avvenuti nell'esercizio:* queste informazioni possono essere esposte, nella sezione relativa al patrimonio netto, secondo il modello proposto nell'OIC 28 "Patrimonio netto".

Queste informazioni aggiuntive sono significative e permettono di colmare le lacune del precedente Decreto Legislativo 394/2003.

Inoltre, la società deve fornire in nota integrativa le seguenti informazioni integrative:

- la componente di *fair value* incluse nelle attività e passività oggetto di copertura di *fair value;*
- le informazioni in merito all'indeterminabilità del *fair value*;
- la descrizione del venir meno del requisito "altamente probabile" per un'operazione programmata oggetto di copertura di flussi finanziari;
- la componente inefficace riconosciuta a conto economico nel caso di copertura dei flussi finanziari;
- eventuali cause di cessazione della relazione di copertura e i relativi effetti contabili

Il decreto legislativo in parola provvede anche ad abrogare i commi 2, 3 e 4 in quanto, per la nozione di strumento derivato e di *fair value*, il nuovo art. 2426 rinvia direttamente ai principi contabili internazionali e implica quindi la

scomparsa delle autonome definizioni contenute nel codice. Viene meno anche l'equiparazione agli strumenti finanziari derivati di "*quelli collegati a merci che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari"*, insieme con le eccezioni che erano previste dal comma *"contratto concluso e mantenuto per soddisfare le esigenze previste dalla società che redige il bilancio di acquisto, di vendita o di utilizzo delle merci; contratto destinato a tale scopo fin dalla sua conclusione; contratto eseguito mediante consegna della merce".*

## 2.7. L'informativa sui derivati nella relazione sulla gestione

La Relazione sulla Gestione prevista dal Codice Civile all'articolo 2428 impone agli amministratori di redigere un rapporto relativo alla situazione complessiva della società e all'andamento della gestione, descrivendo le principali cause di incertezza e i principali rischi a cui la società è esposta.
In un contesto instabile, come quello attuale, è importante tenere sotto controllo i dati di conto economico e stato patrimoniale, ma risulta altrettanto fondamentale (in particolare per gli investitori, ma anche per gli amministratori e per gli eventuali organi di governo e controllo) avere una precisa indicazione dei rischi a cui l'azienda è sottoposta e di quali siano gli strumenti e le politiche adottate per gestirli.
La necessità di avere queste informazioni permette di avere un quadro complessivo completo della situazione economica, patrimoniale e finanziaria permettendo agli investitori di avere una maggiore trasparenza sui rischi a cui sono sottoposti e consentendo loro dunque di investire in modo informato.
Fatte queste considerazioni, si capisce il motivo per cui è risultato opportuno per il legislatore ampliare questa normativa agli strumenti finanziari derivati utilizzati dall'impresa per modificare il proprio profilo di rischio.
L'articolo 2428, comma n.6-*bis* richiede che nella relazione sulla gestione e nel

solo caso che le informazioni siano "*rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio*" vengano fornite indicazioni relativamente a:

*"a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste* (informazioni qualitative)*;*

*b) l' esposizione della società al rischio di prezzo, di credito, di liquidità e di variazione dei flussi finanziari " (*informazioni quantitative).

Insieme, tali informazioni forniscono una panoramica esaustiva sia sull'utilizzo degli strumenti finanziari derivati sia sull'esposizione a rischi che tali strumenti finanziari creano.

Tali obblighi informativi, al vero piuttosto vaghi, sono stati analizzati e declinati nel principio contabile Oic n.3 riguardante "*Le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione*" che, oltre a munire il lettore di svariate esemplificazioni sulle modalità di calcolo del valore dei derivati, esplicita in maniera dettagliata le informazioni che devono essere prodotte dalle società.

Lo scopo del legislatore è quello di far sì che venga fornita una *disclosure* completa sugli effetti che questi strumenti possono avere in bilancio, per questo le informazioni di carattere quantitativo relative all'esposizione ai rischi a cui l'azienda è sottoposta devono essere accompagnate da una descrizione qualitativa di quali politiche si intendono adottare per affrontare questi rischi e quali siano gli obbiettivi che la direzione intende raggiungere. È inoltre necessario trovare un equilibrio evitando di sovraccaricare il bilancio con dettagli che possono non essere utili per gli utilizzatori del bilancio, senza tuttavia occultare informazioni rilevanti a causa di aggregazioni eccessive"32.

Per quanto riguarda l'informativa relativa alle scelte e alle politiche per misurare, monitorare e controllare i rischi, nella relazione sulla gestione deve essere fornita una descrizione di:[92]

92 Fondazione Luca Pacioli, *"Le informazioni sugli strumenti finanziari"*, documento n. 5, 21 marzo 2007, pag. 30.

- il grado di utilizzo degli strumenti finanziari;
- la struttura e l'organizzazione delle funzioni di *risk management* dell'impresa;
- lo scopo e la natura del *risk reporting* dell'impresa o i sistemi di misurazione;
- le strategie di copertura o attenuazione dei rischi finanziari;
- i processi posti in essere dall'impresa per monitorare l'efficienza di tali strategie;
- le politiche e i criteri utilizzati dal management per evitare le eccessive concentrazioni di rischio e per ottenere garanzie atte ad attenuare il rischio.

Per quanto riguarda le informazioni sulla dimensione dell'esposizione ai rischi finanziari, a seconda delle diverse tipologie di rischio l'impresa deve fornire, nella relazione sulla gestione, le informazioni di seguito elencate. L'ampiezza delle informazioni dipende dalla rilevanza per l'impresa dei rischi finanziari.

Con riferimento al *"rischio di mercato"*, l'impresa fornisce le informazioni rilevanti in coerenza con i dati prodotti internamente ai fini della gestione del rischio.

Se il rischio è significativo, è opportuno illustrare un'analisi di sensitività alla data di bilancio, mostrando in tal modo gli effetti di possibili variazioni sul conto economico in relazione alle variabili rilevanti di rischio, per ciascuna delle seguenti componenti:

- il rischio di valuta; un'analisi di sensitività, sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera, può essere fornita per le principali valute alle quali l'impresa è esposta;
- il rischio di tasso di interesse; l'analisi di sensitività indica separatamente l'effetto di una variazione nei tassi di interesse sull'ammontare degli interessi attivi e passivi nonché sulle altre componenti di reddito (ad esempio, utile o perdite derivanti dalla negoziazione);

- il rischio di prezzo; con riferimento a tale rischio, relativo per esempio alle fluttuazioni dei prezzi di beni all'ingrosso, dei prezzi degli strumenti rappresentativi di capitale o degli strumenti finanziari, l'analisi di sensitività può essere modulata mostrando gli effetti di una diminuzione di uno specifico indice di Borsa, dei prezzi all'ingrosso dei beni, ecc..

Si noti che le suddette analisi di sensitività sono eseguite laddove le componenti del rischio di mercato risultino significative rispetto al portafoglio rischi dell'impresa.

In caso di operazioni commerciali in paesi emergenti caratterizzati da una significativa instabilità della valuta, tali operazioni espongono l'impresa a un notevole rischio di cambio; in questi casi l'analisi di sensitività fornisce un'efficace informativa sulle componenti economiche soggette proprio a tale rischio.

In relazione al *"rischio di liquidità" (o rischio di finanziamento)*, si presentano le analisi sulle scadenze relative alle attività e passività finanziarie classificate in un appropriato numero di fasce temporali di scadenze.

Gli importi indicati nell'analisi delle scadenze sono rappresentati dai flussi finanziari, non scontati, contrattualmente dovuti. È, inoltre, opportuna la descrizione delle politiche e delle scelte sulla base delle quali l'impresa prevede di fronteggiare i rischi di liquidità.

I principali elementi da tenere in considerazione potranno, ad esempio, essere: le previsioni circa la possibile estinzione in una data successiva a quella contrattualmente prevista; il possesso di attività finanziarie per le quali esiste un mercato liquido e che sono prontamente vendibili per soddisfare le necessità di liquidità; l'esistenza di strumenti di indebitamento o altre linee di credito per far fronte alle esigenze di liquidità.

In relazione al *"rischio di variazione dei flussi finanziari"*, occorre evidenziare gli effetti sui flussi cedolari dello strumento finanziario derivanti dalla variazione dei tassi di interesse.

In una prima fase, l'utilizzo di parametri, quali per esempio la durata *(duration)*[93], permettono di fornire indicazioni sulla sensibilità dei flussi finanziari rispetto alle variazioni attese dei tassi di mercato.

Successivamente, tenuto conto della durata e di specifici scenari, l'analisi si concentra sulla determinazione degli effetti sui flussi finanziari, in relazione a variazioni sui tassi di interesse attesi.

Se l'impresa fronteggia il rischio di variazione dei flussi finanziari attraverso operazioni di copertura, l'informativa da fornire nella relazione sulla gestione è basata sugli elementi di efficacia dello strumento di copertura, rinviando invece alla nota integrativa per le informazioni di maggior dettaglio sullo strumento derivato.

Quanto sopra esposto può essere sintetizzato nella tabella che segue:

| **Tipologia rischio finanziario** | **Informazioni nella relazione sulla gestione** |
|---|---|
| Rischio di mercato | Analisi di sensitività |
| Rischio di liquidità | Analisi delle scadenze |
| Rischio di variazioni dei flussi finanziari | Impatto delle variazioni dei tassi di interesse sui flussi finanziari |

93 La durata (*duration*) è un indicatore della durata media finanziaria di un titolo capace di sintetizzare anche gli elementi della sua struttura finanziaria. Ad esempio, per un titolo zero coupon la *duration* coincide sempre con la durata effettiva.

## Capitolo 3

## Un'indagine empirica sulla contabilizzazione dei derivati da parte delle aziende italiane

### 3.1. Introduzione all'analisi

I derivati costituiscono ormai da decenni argomento di studio della letteratura sugli intermediari e i mercati finanziari, in particolare di quella riguardante le scelte di portafoglio e la gestione dei rischi.

La letteratura empirica sull'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie ha avuto invece uno sviluppo più limitato, soprattutto per la carenza di informazioni quantitative.

I lavori prodotti, riguardanti prevalentemente aziende quotate in mercati regolamentati, hanno approfondito principalmente le caratteristiche e le motivazioni economiche delle imprese che utilizzano questi strumenti finanziari.

In Italia l'operatività in derivati da parte delle imprese è stata oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità di vigilanza sulle banche e sul mercato finanziario dal 2004, quando il permanere dei tassi di interesse su livelli contenuti aveva determinato un peggioramento della posizione in derivati delle imprese. Con la finalità di monitorare tale fenomeno, dal gennaio del 2005, è stato introdotto l'obbligo per le banche di segnalare in Centrale dei rischi il valore intrinseco positivo dei contratti in essere verso la clientela.

Nel presente capitolo proveremo a valutare il reale comportamento delle aziende nella contabilizzazione e utilizzazione degli strumenti finanziari derivati.

L'indagine è rivolta anche ad analizzare la qualità della *disclosure* relativa agli strumenti derivati in possesso delle aziende. Si verificherà quindi la presenza o meno di informazioni che permettano di verificare il rispetto dei principi contabili internazionali nella contabilizzazione degli strumenti, il rispetto dei principi inerenti le informazioni da riportare nelle note al bilancio e le modalità di utilizzo degli strumenti in questione da parte delle imprese.

Verranno inseriti dei riferimenti tratti direttamente dai bilanci delle società così da fornire una migliore e più completa informativa riguardante i derivati in loro possesso.
Alla fine si tenterà di esprimere un giudizio in merito al livello di trasparenza informativa sui bilanci analizzati e sulle modalità di contabilizzazione di questi strumenti.

## 3.2 Le caratteristiche del campione scelto

Il campione di bilanci utilizzato per l'analisi (tabella n. 3.1.) è stato selezionato utilizzando il sito della Borsa Italiana. Per semplicità e comodità sono state analizzate le relazioni annuali (*annual report*) dell'esercizio 2015.
Questo campione è composto dai bilanci consolidati delle prime dieci società industriali e di servizi italiane quotate per fatturato.[94]
Anche se, come evidenziato in precedenza, le maggiori ripercussioni derivanti dall'applicazione della nuova normativa riguardano le società o i gruppi che redigono il bilancio d'esercizio o consolidato secondo le norme civilistiche italiane, ho scelto questo campione di società che redigono il proprio bilancio secondo i principi contabili internazionali per la facilità di recupero delle informazioni.
Questa scelta è stata fatta anche tenendo conto del fatto che le aziende che in genere fanno utilizzo di questi strumenti sono quelle dimensionalmente più grandi, sottoposte a rischi più elevati e che quindi, molto probabilmente, dispongono di un sistema organizzativo più complesso che permette l'inserimento di soggetti esperti nella gestione dei rischi e capaci di utilizzare degli strumenti complicati come i derivati.

94La classifica si basa sulla graduatoria delle principali società industriali e di servizi italiane pubblicata dal Centro studi di Mediobanca (MBRES) relativa agli esercizi 2013/2014. Sono state prese in considerazione più di 1.000 gruppi e circa 2.500 imprese operanti nell'industria, nel commercio, nella finanza, leasing, factoring, settore bancario e assicurativo.

Inoltre, per le grandi imprese, la normativa prevede obblighi informativi più vasti e analitici proprio perché il numero dei soggetti ad esse interessati sono notevoli. Pertanto, esse sono obbligate a redigere oltre al rendiconto finanziario la nota integrativa e la relazione sulla gestione.
Nella tabella 3.1. viene riportato l'elenco delle società analizzate.

Tabella 3.1.:Graduatoria per fatturato delle prime 10 società industriali e di servizi italiane quotate

| Societa | Fatturato totale |
|---|---|
| | 2014 / € migl. |
| EXOR | 122.246.000 |
| ENI | 109.847.000 |
| ENEL | 74.251.000 |
| TELECOM ITALIA | 21.124.000 |
| LEONARDO FINMECCANICA | 14.663.000 |
| SARAS RAFFINERIE SARDE | 10.103.123 |
| LUXOTTICA GROUP | 7.652.317 |
| PRYSMIAN | 6.840.000 |
| PIRELLI & CO. | 6.018.000 |
| PARMALAT | 5.548.000 |

Fonte: Centro Studi Mediobanca.

In sintesi, tra le prime dieci società quotate:

- due sono di proprietà estera (Prysmian e Parmalat);
- tre sono a controllo pubblico (Eni, Enel e Finmeccanica).

Da segnale che Exor è anche la prima per numero di dipendenti: 318.000 di cui solo il 25% risulta occupato in Italia. Seguono Eni 84.000 e Luxottica 78.000.
La holding della famiglia Agnelli gode anche del primato per quanto riguarda i debiti finanziari (60,2 mld), davanti a Enel (57 mld), Telecom Italia (34,6 mld) ed Eni (25,9 mld).

### 3.3. L'analisi del campione

L’obiettivo della ricerca è quello di comprendere la percezione che le imprese hanno del rischio e indagare lo stato di diffusione delle tecniche e degli strumenti finalizzati alla protezione.

Nella prima parte dell’analisi ho ricercato nei bilanci consolidati delle società campione le informazioni riguardanti il possesso di strumenti derivati, le indicazioni riguardanti la tipologia di rischio coperto, l'attività/passività coperta, la tipologia di strumento utilizzato per la copertura e, se presenti, la quantità di derivati totali utilizzati da ogni singola società, in quanto molto spesso le stesse forniscono solamente i dati aggregati in relazione alle tipologie di derivati in possesso.

Queste informazioni di carattere qualitativo e quantitativo, che devono essere obbligatoriamente presenti sia nella nota integrativa che nella relazione sulla gestione, sono utili ai lettori per comprendere quanto è verosimile la possibilità che l’azienda nel futuro contabilizzi una perdita o un guadagno (se il derivato speculativo ha un *fair value* negativo ed è vicino alla scadenza, l'azienda infatti, probabilmente, contabilizzerà una perdita, se invece ha una scadenza più lunga il *fair value* potrebbe anche tornare positivo portando alla rilevazione di un utile).

Inoltre, si è voluto verificare che le informazioni contenute nella relazione sulla gestione non fossero una pura e semplice ripetizione di quanto già indicato in nota integrativa, ma fornissero ulteriori indicazioni per comprendere la politica di gestione dei rischi dell'azienda e quindi non siano solamente un'indicazione fornita in maniera superficiale perché richiesta dalla legge.

La seconda parte dell'analisi si concentra sulla coerenza valutativa, verrà analizzato per le tipologie di derivati presenti, il rispetto o meno delle norme in tema di valutazione, contabilizzazione e rappresentazione in bilancio.

### 3.3.1. La presenza di informazioni generali

In questo paragrafo si entra nella fase più rilevante dell'analisi che consiste appunto nell'illustrazione dei risultati ottenuti.

Dall'analisi degli *annual report* la prima cosa che è stata presa in considerazione è stata quella di capire se le società mostrano in maniera immediata la presenza di derivati all'interno del prospetto contabile oppure se preferiscono rimandare alla lettura della nota integrativa o della relazione sulla gestione.

A tal riguardo è interessante capire anche la denominazione utilizzata dalle società per la rilevazione dei derivati.

Prima di mostrare i risultati, occorre fare una doverosa premessa: in nessuna azienda si sono manifestati problemi di rintracciabilità di tali strumenti finanziari. Nei bilanci delle società campione, l'informazione sul possesso di derivati e sulla loro finalità di utilizzo è sempre presente nel prospetto contabile e nella nota integrativa. La stessa cosa non si può dire per la relazione sulla gestione dove in due casi, Luxottica Group ed ENI, l'informazione viene omessa.

Una considerazione che si può trarre è che le imprese prediligono rappresentare le informazioni nella nota esplicativa, costringendo il lettore ad una lettura integrale e dettagliata dell'intera relazione annuale.

Le denominazioni utilizzate dalle società sono le seguenti:

- "*derivati*", "*strumenti derivati designati di copertura*", "*riserva da cash flow*", "*attività da strumenti finanziari*", "*strumenti finanziari derivati*", nello stato patrimoniale;
- *"utili/perdite adeguamento al fair value di derivati designati come cash flow hedge", "strumenti derivati di copertura, "quota efficace delle variazioni di fair value della copertura di flussi finanziari", "variazioni cash flow hedge" "Proventi/(Oneri) da valutazione a fair value di derivati designati come cash flow hedge*", "*Rilascio riserva di cash flow hedge a seguito discontinuing",* nel conto economico complessivo consolidato.

Come si può notare le società usano denominazioni semplice e comprensibili, a

mio avviso, al fine di offrire un migliore livello di trasparenza informativa per il lettore del bilancio.

Dopo aver analizzato tutte le relazioni finanziarie, si è potuto constatare che, tutte le società utilizzano derivati con finalità di copertura (tabella 3.2.); di queste, sette aziende sottoscrivono derivati anche con finalità di *trading*, ma nessuna delle dieci si serve di derivati solo aventi finalità di *trading.*

Il motivo di tale risultato è riconducibile alla tipologia di società analizzate, ossia non rientranti nell'ambito finanziario.

Tabella 3.2. Società utilizzatrici di derivati

| Società | Finalità di utilizzo | |
|---|---|---|
| | Copertura | speculazione |
| EXOR | x | |
| ENI | x | x |
| ENEL | x | x |
| TELECOM ITALIA | x | x |
| LEONARDO FINMECCANICA | x | x |
| SARAS RAFFINERIE SARDE | x | |
| LUXOTTICA GROUP | x | x |
| PRYSMIAN | x | x |
| PIRELLI & CO. | x | x |
| PARMALAT | x | |

In alcuni casi si è rilevata una discordanza di informazioni fra relazione sulla gestione e nota integrativa: nella prima viene indicato che tutti gli strumenti derivati sono utilizzati come strumenti di copertura ma, nella seconda, si evince che, a seguito di discordanze fra le caratteristiche dell'elemento coperto e del derivato, lo strumento, non potendosi considerare di copertura, deve di conseguenza essere iscritto e valutato come derivato speculativo.

La maggior parte dei derivati utilizzati con finalità di copertura sono negoziati dalle società con lo scopo di minimizzare i rischi finanziari a cui sono sottoposte, in particolare il rischio di una variazione dei tassi di interesse, dei tassi di cambio

e dei prezzi dei beni o dei titoli azionari (Tabella 3.3)

Tabella 3.3.: Rischi coperti e strumenti finanziari derivati utilizzati

| Società | Rischi coperti | | |
|---|---|---|---|
| | Di tasso cambio | Di prezzo | Di tasso d'interesse |
| EXOR | *Cross currency swap* | | *Cross currency swap* |
| ENI | *swap, forward*, opzioni su valute | *swap, forward,* opzioni su *commodity* | *Interest rate swap* |
| ENEL | *cross currency Interest rate swap* (CCIRS)[95], *currency forward, currency swap* | *forward, swap, option,* future | *Interest rate swap* |
| TELECOM ITALIA | CCIRS, *currency forwards* | | *Interest rate swap* |
| FINMECCANICA | *forward* | | *Interest rate swap e strumenti opzionali* |
| SARAS RAFFINERIE SARDE | *future, swap*, opzioni su valute | *forward, swap, option, future* | *Interest rate swap* |
| LUXOTTICA GROUP | *currency swap* | | *Interest rate swap* |
| PRYSMIAN | contratti a termine | contratti a termine | *Interest rate swap* |
| PIRELLI & CO. | strumenti opzionali, contratti a termine | | *Interest rate swap* |
| PARMALAT | contratti a termine, *cross currency swap* | | *Interest rate swap* |

Il primo dato che emerge da questa analisi è che tutte le imprese partecipanti hanno dichiarato di utilizzare strumenti standard o cosiddetti *plain vanilla.*

La quasi totalità delle aziende analizzate cerca di minimizzare il rischio derivante da un'oscillazione dei tassi di interesse attraverso l'utilizzo preponderante di i*nterest rate swap* in quanto concede la possibilità di trasformare il costo di una passività a tasso variabile ad una a tasso fisso e viceversa (*liability swap*) mentre, per la copertura dal rischio di tasso di cambio e di prezzo, le società ricorrono a diverse tipologie di derivati come ad esempio contratti a termine, *swap*, opzioni, *cross currency swap* ecc..

95 Il *cross currency interest rate swap* (CCIRS) appartiene alla categoria degli *swap* in valuta. Si distingue per il fatto che le gambe dello *swap* (ossia i flussi di pagamento effettuati da entrambe le controparti) sono denominate in valute diverse e calcolate in base ad un tasso di riferimento variabile. Il valore nozionale è espresso in entrambe le valute in base al tasso di cambio in vigore al momento della stipula dello *swap*. In virtù di questa caratteristica, mentre nel normale *interest rate swap* il capitale nozionale non viene mai scambiato, nel *cross currency interest rate swap* è assolutamente necessario che le parti scambino anche il nozionale, sia all'inizio, sia alla scadenza dell'accordo.

Alcune società dichiarano di non essere esposte a un significativo rischio di prezzo di azioni o titoli. Le aziende industriali o commerciali infatti, in genere, detengono tali strumenti solo a fini strategici, ma questo non implica, né giustifica, il ricorso a strumenti di copertura del loro valore.

Infine, le informazioni sulle controparti mostrano che le società stipulano questi derivati principalmente con primarie istituzioni finanziarie dotate di elevato merito di credito.

L'operatività in derivati di ciascuna impresa è in larga parte concentrata presso un solo intermediario bancario, diversamente dall'attività creditizia, che tipicamente coinvolge una pluralità di intermediari. In particolare, l'impresa tende a operare in derivati con la banca che eroga la maggior parte dei finanziamenti e particolarmente rilevanti risultano le esposizioni a lungo termine o in valuta, che risultano spesso collegate a operazioni di copertura effettuate tramite derivati.

Per meglio comprendere quanto sopra detto, si riporta l'informativa sulla politica di gestione del rischio di tasso di interesse tratto dalle note al bilancio di Pirelli & C. S.p.A..

*"Il rischio di tasso d'interesse è rappresentato dall'esposizione alla variabilità del fair value o dei flussi di cassa futuri di attività o passività finanziarie a causa delle variazioni nei tassi d'interesse di mercato.*

*La politica di Gruppo è quella di tendere al mantenimento di un rapporto tra esposizione a tasso fisso e variabile nell'ordine del 70% fisso, 30% variabile.*

*Al fine di mantenere tale rapporto tendenziale, il Gruppo pone in essere contratti derivati, tipicamente interest rate swaps, con finalità di copertura per i quali viene attivato l'hedge accounting quando vengono rispettate le condizioni previste dallo IAS 39.*

*Nell'ambito della suddetta politica le singole società del Gruppo possono presentare delle situazioni di maggiore o minore esposizione alla variabilità dei tassi; nel dettaglio, al 31 dicembre 2015 la Società presentava una posizione finanziaria netta positiva, dove i debiti finanziari presentavano una ripartizione del 80% fisso - 20% variabile, i crediti finanziari presentano una ripartizione del*

*52% fisso e 48% variabile.*
*Al 31 dicembre 2014 la Società presentava una posizione finanziaria netta positiva, dove i debiti finanziari presentavano una ripartizione del 88% fisso - 12% variabile, al lordo di interest rate swap stipulati con finalità di copertura, mentre i crediti finanziari erano interamente a tasso variabile.*
*A parità di altre condizioni, un'ipotetica variazione in aumento o in diminuzione dello 0,50% nel livello dei tassi di interesse comporterebbe - in ragione d'anno - un impatto netto sul conto economico pari a 1.726 migliaia di euro positivi, nel caso di aumento, 1.726 migliaia di euro negativi, nel caso di diminuzione".*

### 3.3.2. La *disclosure*: il rispetto dell'IFRS 7 e l'informativa sui derivati nelle note a bilancio

L'IFRS 7 prevede tutta una serie di informazioni sui derivati da riportare nelle note al bilancio.
Lo standard richiede di riportare delle informazioni in merito al *fair value*, al metodo di determinazione dello stesso e al livello gerarchico di appartenenza. Inoltre, ai sensi dell'IFRS 13, sono richieste ulteriori informazioni integrative relative ad eventuali cambiamenti del livello dei dati di input (gerarchia) utilizzati nelle valutazioni e specifiche informazioni aggiuntive per le valutazioni effettuate utilizzando dati di livello 3 relative sia all'effetto delle valutazioni sull'utile (perdita) di esercizio o sulle altre componenti di conto economico complessivo per quell'esercizio sia alle metodologie di calcolo utilizzate, al processo di valutazione del *fair value* e alla sensibilità dei risultati del calcolo alle variazioni degli input.
Dall'analisi delle relazioni finanziarie possiamo esprimere un giudizio positivo avendo appurato che le informazioni sopra richieste vengono fornite sia per i derivati speculativi che di copertura.
È importante notare che la quasi totalità delle società che hanno iscritto in nota

integrativa il *fair value* degli strumenti derivati ha fornito sia il confronto con il valore dell'anno precedente che un breve commento sugli input utilizzati per la sua determinazione.

Di queste, alcune fanno riferimento solamente all'utilizzo di modelli e tecniche generalmente accettati mentre la maggior parte indica di aver utilizzato il *mark to market* alla scadenza dell'esercizio.

Nella tabella 3.4. si riportano le tecniche utilizzate dalle società per la determinazione del *fair value* degli strumenti derivati.

Tabella 3.4. Gli input utilizzati dalle società per la determinazione del *fair value*

| Società | Determinazione del *fair value* | |
|---|---|---|
| | Mercato attivo | Mercato non attivo |
| EXOR | Prezzi quotati (non rettificati) | Il *fair value* del *cross currency swap* è calcolato utilizzando il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, considerando il tasso di cambio e i tassi di interesse alla data di bilancio, opportunamente rettificati, per tenere conto del merito creditizio di EXOR. Sono stati utilizzati anche i tassi di mercato nonché le quotazioni dei fondi NAV forniti dai gestori dei fondi stessi |
| ENI | Quotazioni di mercato fornite da primari info-provider | Tecniche di valutazione generalmente adottate in ambito finanziario |
| ENEL | Prezzi direttamente osservabili sul mercato | Tecniche di valutazione basate sul *present value* che massimizzano input osservabili sul mercato |
| TELECOM ITALIA | Quotazioni di mercato fornite da controparti finanziarie | Attualizzazione a tassi e cambi di mercato correnti dei futuri flussi contrattuali di interesse e del nozionale |
| FINMECCANICA | Quotazioni (*bid price*) alla data di chiusura del periodo | Il *fair value* degli *interest rate swap* è misurato attualizzando i flussi di cassa attesi, mentre il *fair value* dei *forward* su cambi è determinato sulla base dei tassi di cambio di mercato alla data di riferimento e ai differenziali di tasso attesi tra le valute interessate. |
| SARAS RAFFINERIE SARDE | Per i derivati su tassi d'interesse e su cambi sulla base di comunicazioni periodiche ed ufficiali ricevute dagli intermediari finanziari, per i derivati su *commodities* sulla base degli estratti conto delle posizioni | Il gruppo Saras non detiene derivati classificabili come misurati al *fair value* di livello 3 |

| | | |
|---|---|---|
| | aperte che vengono ricevuti periodicamente dal clearing broker tramite il quale tali strumenti vengono stipulati | |
| LUXOTTICA GRUOP | Prezzo corrente di offerta | Tecniche di valutazione che includono il riferimento ad avanzate trattative in corso, analisi basate sui flussi di cassa, modelli di prezzo basati sull'utilizzo di indicatori di mercato |
| PRYSMAN | Prezzi di mercato alla data di bilancio | Per gli *interest rate swap* è calcolato in base al valore attuale dei flussi di cassa futuri, per i contratti a termine su valute è determinato usando il tasso di cambio a termine alla data di bilancio attualizzato, per i contratti derivati sui metalli è determinato tramite l'utilizzo dei prezzi dei metalli stessi alla data di bilancio attualizzato, per i derivati classificati nel livello 3 si utilizzano tecniche di valutazione basate sulla stima dei flussi di cassa scontati |
| PIRELLI & CO. | Quotazioni del prezzo pubblicate alla data di riferimento del bilancio | Prezzi di mercato per strumenti simili, il *fair value* degli *interest rate swaps* è calcolato attualizzando i flussi di cassa futuri stimati basati su curve di rendimento osservabili, per i *forward* è determinato utilizzando il tasso di cambio *forward* alla data di bilancio |
| PARMALAT | Quotazioni fornite dalle controparti bancarie | Modelli di valutazione generalmente adottati in ambito finanziario |

Quindi per quanto riguarda l'affidabilità dei valori iscritti in bilancio quest'ultimi risultano affidabili essendo il *fair value* degli strumenti finanziari analizzati determinato, per la maggior parte dei casi, sulla base di input desunti dal mercato. In relazione al paragrafo 22 dello IFRS 7 che richiede, per ogni relazione di copertura instaurata, una descrizione della tipologia di copertura, dello strumento finanziario derivato a tal fine utilizzato, del *fair value* dello stesso alla data di bilancio, nonché una descrizione della natura dei rischi oggetto di copertura, possiamo dire che le aziende considerate soddisfano tali richieste.

Al fine di garantire la migliore informativa possibile per il lettore del bilancio, come suggerito anche dall'art 2424-*bis* del codice civile, la società dovrebbe determinare le categorie di strumenti finanziari derivati tenendo in considerazione la natura, le caratteristiche e i rischi degli strumenti finanziari

derivati. Per esempio la società potrebbe raggruppare gli strumenti finanziari a seconda che siano strumenti non di copertura o strumenti di copertura a seconda del rischio coperto per tipologia di strumento finanziario (*future, swap*, opzioni). Gli strumenti di copertura possono essere ulteriormente raggruppati a seconda che l'oggetto della copertura sia *fair value* o flussi finanziari.

Tutte queste informazioni possono essere rappresentate mediante una tabella.

Nella tabella 3.5. è riportato un esempio di informativa sugli strumenti finanziari derivati del Gruppo Telecom Italia al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2014, suddivisi per tipologia.

Tabella 3.5.: I derivati utilizzati e i rischi coperti dal Gruppo Telecom Italia

| Tipologia (milioni di euro) | Rischio coperto | Nozionale al 31.12.2015 | Nozionale al 31.12.2014 | Mark to Market Spot* (Clean Price) al 31.12.2015 | Mark to Market Spot* (Clean Price) al 31.12.2014 |
|---|---|---|---|---|---|
| Interest rate swaps | Rischio tasso di interesse | 2.889 | 4.800 | 35 | 159 |
| Cross Currency and Interest Rate Swaps | Rischio tasso di interesse e rischio di cambio | 851 | 1.644 | 215 | 169 |
| **Totale derivati in Fair Value Hedge**** | | **3.740** | **6.444** | **250** | **328** |
| Interest rate swaps | Rischio tasso di interesse | 800 | 520 | (8) | (31) |
| Cross Currency and Interest Rate Swaps | Rischio tasso di interesse e rischio di cambio | 8.521 | 9.654 | 889 | (516) |
| Forward and FX Options*** | Rischio di cambio | 455 | - | - | - |
| **Totale derivati in Cash Flow Hedge**** | | **9.776** | **10.174** | **881** | **(547)** |
| **Totale derivati Non in Hedge Accounting** | | **2.319** | **2.122** | **(316)** | **45** |
| **Totale derivati Gruppo Telecom Italia** | | **15.835** | **18.740** | **815** | **(174)** |

* *Il Mark to Market Spot sopra riportato rappresenta la valutazione di mercato del derivato al netto della quota maturata del flusso in corso.*

** *Si precisa che sull'emissione in GBP 2009 insistono due coperture, in FVH e CFH; pertanto, pur trattandosi di un'unica emissione, il valore nozionale della copertura è compreso in entrambi i raggruppamenti FVH e CFH.*

*** *Il nozionale delle FX Option è incluso sia nella sezione CFH sia in quella NH in quanto solo la porzione di intrinsic value è documentata in hedge accounting, mentre quella di time value è trattata come derivato NH.*

Inoltre, nella maggior parte delle relazioni analizzate abbiamo rinvenuto una più o meno rilevante, a seconda dei casi, *voluntary disclosure*, comprendente il più delle volte, analisi di sensitività, qualche informazione sull'efficacia delle coperture e sui flussi da derivati.

Sempre in tema di *disclosure* l'IFRS 7 dal paragrafo 9 all'11 prevede che le società esibiscano informazioni riguardanti le attività e passività finanziaria valutate al *fair value.*

Analizzando le relazioni finanziarie risulta come tutte e dieci le società forniscono una dettagliata illustrazione della formazione della variazione di *fair value* dei derivati per ogni singola classe di rischio.

L'immagine che segue, tratta dal bilancio del Gruppo Parmalat, ci offre un esempio di quanto appena detto.

*(in milioni di euro)*

| | 31.12.2015 | | | 31.12.2014 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ATTIVITÀ *FAIR VALUE* (1) | PASSIVITÀ *FAIR VALUE* (1) | NOZIONALE (2) | ATTIVITÀ *FAIR VALUE* | PASSIVITÀ *FAIR VALUE* | NOZIONALE (2) |
| Gestione del rischio prezzo su acquisto materia prima latte | 0,3 | – | 3,5 | 0,2 | – | 10,6 |
| Gestione del rischio sui tassi di cambio | – | – | – | 8,9 | – | 411,4 |
| Gestione del rischio tassi di cambio e tassi di interesse | – | 53,9 | 367,4 | – | 18,0 | 329,5 |
| **TOTALE** | **0,3** | **53,9** | **370,9** | **9,1** | **18,0** | **751,5** |

(1) Di cui 0,3 milioni classificati nella voce "Attività finanziarie correnti" e 53,9 milioni nella voce "Passività finanziarie non correnti.

(2) Nozionale: importo assunto come base di calcolo per l'adempimento degli obblighi associati a uno strumento derivato o titolo assunto a riferimento come sottostante per il pricing di un contratto derivato.

### 3.3.3. La descrizione dell'esposizione ai rischi finanziari: la relazione sulla gestione

Dopo aver analizzato le informazioni sui derivati contenute nella note al bilancio delle società campione, il passo successivo è stato quello di verificare che le informazioni presenti nella relazione sulla gestione su come vengono utilizzati i derivati nella gestione dei rischi in azienda rispettino quanto richiesto dall'articolo 2428 del codice civile.

Tale articolo prevede che "*il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è*

*esposta".*

In particolare, sono state ricercate le informazioni riguardanti gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, comprese la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste nonché l'esposizione dell'azienda al rischio di tasso d'interesse, di cambio e di prezzo.

Insieme, tali informazioni forniscono una panoramica esaustiva sia sull'utilizzo degli strumenti finanziari sia sull'esposizione a rischi che tali strumenti finanziari creano.

Nel rispetto di quanto previsto dall'IFRS 7 in merito alle informazioni sui rischi subiti dalla società e dell'articolo sopra citato, potrebbe sussistere dunque una sorta di ridondanza dei dati all'interno della relazione finanziaria annuale.

Vediamo che tutte le aziende considerate, ad eccezione di Eni, Finmeccanica e Luxottica Group per le quali si rileva una grave mancanza di informazioni nella relazione degli amministratori sulla gestione dei rischi, riportano informazioni sui rischi sia nella relazione sulla gestione sia nelle nota al bilancio.

Solitamente queste informazioni son ben descritte in nota integrativa per cui si può pensare che l'informazione venga omessa intenzionalmente per cercare di evitare una ridondanza inutile.

Tuttavia, in linea generale, possiamo dire che, più che di ridondanza, per la maggior parte delle aziende potremmo parlare di disordine.

L'informativa inerente i rischi, infatti, risulta spezzata tra relazione sulla gestione e nota al bilancio.

Si segnale che solo Pirelli fornisce nella relazione sulla gestione informazioni chiaramente ripetitive già presenti in nota integrativa.

Si riporta la politica di gestione dei rischi finanziari implementata da Prysmian Group.

## RISCHI FINANZIARI

La strategia di risk management del Gruppo Prysmian è focalizzata sull'imprevedibilità dei mercati ed è finalizzata a minimizzare potenziali effetti negativi sulle performance finanziarie del Gruppo. Alcune tipologie di rischio sono mitigate tramite il ricorso a strumenti finanziari (tra cui strumenti derivati).
La gestione dei rischi finanziari è centralizzata nella Direzione Finanza di Gruppo che identifica, valuta ed effettua le coperture dei rischi finanziari in stretta collaborazione con le unità operative del Gruppo.
La Direzione Finanza, Amministrazione e Controllo di Gruppo fornisce principi scritti per monitorare la gestione dei rischi, così come fornisce principi scritti per specifiche aree riguardanti il rischio di cambio, il rischio tasso di interesse, il rischio credito, l'utilizzo di strumenti derivati e non derivati e le modalità di investimento delle eccedenze di liquidità.
Tali strumenti finanziari sono utilizzati ai soli fini di copertura dei rischi e non a fini speculativi.

### Oscillazione tassi di cambio

Il Gruppo Prysmian è attivo a livello internazionale ed è pertanto esposto al rischio cambio derivante dalle valute dei diversi paesi in cui il Gruppo opera (principalmente il Dollaro statunitense, la Sterlina inglese, il Real brasiliano, la Lira turca e il Renminbi cinese). Il rischio cambio nasce nel momento in cui transazioni future o attività e passività già registrate nello stato patrimoniale sono denominate in una valuta diversa da quella funzionale della società che pone in essere l'operazione.
Per gestire il rischio cambio derivante dalle transazioni commerciali future e dalla contabilizzazione di attività e passività in valuta estera, la maggior parte delle società del Gruppo Prysmian utilizza contratti a termine stipulati dalla Tesoreria di Gruppo, che gestisce le diverse posizioni in ciascuna valuta.
Tuttavia, predisponendo la Società il proprio bilancio consolidato in Euro, le fluttuazioni dei tassi di cambio utilizzati per convertire i dati di bilancio delle società controllate, originariamente espressi in valuta estera, potrebbero influenzare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo.
Per un'analisi più dettagliata del rischio in oggetto si rimanda a quanto riportato nella sezione Gestione dei Rischi Finanziari contenuta nelle Note illustrative del Bilancio consolidato.

**Oscillazione tassi di interesse**

Le variazioni dei tassi di interesse influiscono sul valore di mercato delle attività e passività finanziarie del Gruppo Prysmian nonchè sugli oneri finanziari netti. Il rischio di tasso di interesse a cui è esposto il Gruppo è originato prevalentemente dai debiti finanziari a lungo termine. Tali debiti sono sia a tasso fisso che a tasso variabile.

I debiti a tasso fisso espongono il Gruppo a un rischio fair value. Relativamente al rischio originato da tali contratti il Gruppo non pone in essere particolari politiche di copertura, ritenendo che il rischio non sia significativo. I debiti a tasso variabile espongono il Gruppo a un rischio originato dalla volatilità dei tassi (rischio di "cash flow"). Relativamente a tale rischio, ai fini della relativa copertura, il Gruppo può far ricorso a contratti derivati del tipo Interest Rate Swap (IRS), che trasformano il tasso variabile in tasso fisso, permettendo di ridurre il rischio originato dalla volatilità dei tassi. L'utilizzo dei contratti IRS danno la possibilità di scambiare a specifiche scadenze la differenza tra i tassi fissi contrattati e il tasso variabile calcolato con riferimento al valore nozionale del finanziamento. Il potenziale rialzo dei tassi di interesse, dai livelli minimi raggiunti nel corso degli ultimi anni, potrebbe rappresentare un fattore di rischio per i prossimi trimestri.

Per un'analisi più dettagliata del rischio in oggetto si rimanda a quanto riportato nella sezione Gestione dei Rischi Finanziari contenuta nelle Note illustrative del Bilancio consolidato.

**Rischi connessi alle oscillazioni dei prezzi delle materie prime**

Il Gruppo Prysmian acquista principalmente rame e alluminio rappresentanti oltre il 50% del totale delle materie prime impiegate nella realizzazione dei propri prodotti. Il Gruppo neutralizza l'effetto di possibili variazioni del prezzo del rame e delle altre principali materie prime tramite attività di hedging o meccanismi automatici di adeguamento dei prezzi di vendita. L'attività di hedging è basata su contratti di vendita o su previsioni di vendita, che nel caso venissero disattese, può esporre il Gruppo a rischio di oscillazione dei prezzi delle materie prime.

La Direzione Acquisti di Gruppo, attraverso una funzione appositamente dedicata, monitora e coordina centralmente le transazioni commerciali che richiedono l'acquisto di materie prime e le relative attività di hedging effettuate da ciascuna controllata.

Inoltre, il protrarsi della crisi petrolifera con l'eventuale stabilizzazione dei prezzi agli attuali livelli, rendendo sempre meno appetibile il mercato estrattivo, espone i business SURF e Oil & Gas ad una possibile contrazione della domanda, seppur con impatti non significativi sul Gruppo. Tali business rappresentano infatti solo circa il 6% dei Ricavi ed il 3% dell'EBITDA rettificato del Gruppo.

Per un'analisi più dettagliata del rischio in oggetto si rimanda a quanto riportato nella sezione Gestione dei Rischi Finanziari contenuta nelle Note illustrative del Bilancio consolidato.

### 3.3.4. La coerenza valutativa

Dopo questa visione d'insieme passiamo a valutare il rispetto delle disposizioni in materia di valutazione e contabilizzazione dei derivati dei principi contabili internazionali.

Per i derivati classificati, ai sensi dello IAS 39, come derivati di negoziazione (di trading e di arbitraggio), le variazioni di *fair value* dello strumento derivato vanno imputate a conto economico partecipando dunque alla formazione del reddito d'esercizio.

Nel momento in cui parliamo di derivati di trading intendiamo sia i derivati stipulati a fini esclusivamente speculativi (che rileviamo esplicitamente solo nella relazione di Enel), sia quelli sottoscritti a fini di copertura ma contabilizzati come derivati di negoziazione.

Dalla nostra analisi risulta che tutte le aziende che al 31/12/2015 posseggono derivati di negoziazione rispettano le disposizione dello IAS 39 imputando le variazioni di *fair value a* conto economico.

Il f*air value* dei derivati speculativi è classificato come attività o passività correnti o non correnti a seconda della loro scadenza contrattuale.

Se gli strumenti derivati soddisfano i requisiti per essere classificati come strumenti di copertura, ai sensi dello IAS 39, si possono applicare le regole di *hedge accounting.*

Lo IAS 39 al paragrafo 88, detta le condizioni indispensabili per potere classificare uno strumento derivato quale di copertura.

In particolare, sono due le condizioni che qualificano una relazione quale di copertura e che devono essere simultaneamente presenti.

La sussistenza di una documentazione formale; all'inizio dell'operazione di copertura deve sussistere una documentazione formale attestante la relazione di copertura stessa, gli scopi perseguiti nella gestione del profilo di rischio e le modalità con cui la copertura viene posta in essere. Inoltre, è necessario che venga predisposta un’apposita documentazione che identifichi lo strumento di

copertura, l'operazione e il rischio coperto e come verrà valutata l'efficacia della compensazione delle variazioni di *fair value* o di flussi finanziari.

L'efficacia della copertura; per poter applicare le regole dell'*hedge accounting* è necessario che la copertura sia "altamente efficace" nel neutralizzare le variazioni di *fair value* dell'elemento coperto o dei flussi finanziari, le cui variazioni devono essere in grado di impattare sui risultati economici futuri. Deve essere possibile stimare attendibilmente le variazioni di *fair value* dello strumento di copertura e le oscillazioni di *fair value* o dei flussi attribuibili alla posta coperta. Inoltre la copertura deve essere valutata sulla base di un criterio di continuità e considerata altamente efficace nel momento in cui le variazioni di *fair value* dello strumento di copertura compensano le variazioni di *fair value* o dei flussi finanziari attribuibili al rischio coperto. La relazione di copertura, in base alle previsioni del principio contabile internazionale, è considerata efficace se *"il rapporto fra le variazioni di valore equo (fair value) (o di flussi finanziari attesi) dell'elemento coperto e le variazioni contrapposte dello strumento di copertura (derivato) è compreso tra l'80%-125%*".

Lo IAS 39 non prevede particolari metodologie per la valutazione dell'efficacia della copertura, tuttavia si possono ricordare le più diffuse nella prassi: il *dollar offset method* è un tipo matematico che si fonda sull'indice che mette a rapporto le variazioni di *fair value* dello strumento di copertura e quelle della posta coperta; il secondo metodo è il metodo della riduzione della varianza (*relative risk reduction*) che mette a rapporto il rischio complessivo dello strumento di copertura e della posta coperta con il livello di rischio del solo elemento coperto; un terzo metodo è quello della regressione lineare, un metodo statistico che permette di individuare la relazione esistente tra la posta coperta e lo strumento di copertura grazie alla costruzione di una formula in cui compaiono la variabile indipendente X (*variazione del fair value dell'elemento coperto*) e la variabile dipendente Y *(variazione del fair value dello strumento di copertura*) Y=aX+b+e dove "*a"* è il coefficiente della retta di regressione, "*b"* è l'intercetta della retta di regressione ed "*e"* è la componente di errore stocastica.

La sussistenza di tali condizioni deve essere valutata almeno ad ogni data di bilancio intermedio o annuale effettuando un test ex post che dia evidenza del grado di efficacia della copertura ottenuto nel periodo oggetto di informativa[96] e un test prospettico finalizzato a misurare l'efficacia attesa della copertura.

In assenza di tali condizioni la copertura non viene ritenuta efficace ai sensi dello IAS 39 e, pertanto, l'attività finanziaria non è definibile di "*hedging*".[97]

Per quanto riguarda le regole di contabilizzazione delle relazioni di copertura del *fair value* di attività o passività già iscritte in bilancio, ricordiamo che le disposizioni dello IAS 39 prevedono che sia le variazioni del valore dello strumento di copertura, sia le variazioni del *fair value* dell'elemento coperto vengono imputate a conto economico.

Dall'analisi delle relazioni finanziarie annuali vediamo che tutte le società stipulano strumenti finanziari derivati a copertura del *fair value* di attività o passività iscritte in bilancio.

Invece, le regole di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati designati come di copertura dall'esposizione alla variabilità dei flussi di cassa (*cash flow hedge*) di un'attività o di una passività iscritta in bilancio o di un'operazione prevista altamente probabile, prevedono che la porzione efficace degli utili o delle perdite derivanti dall'adeguamento al *fair value* dello strumento derivato è rilevata nella specifica riserva di patrimonio netto "*Riserva per adeguamento al fair value degli strumenti derivati di copertura".*

L'utile o la perdita cumulato è stornato dalla riserva di patrimonio netto e contabilizzato a conto economico negli stessi esercizi in cui gli effetti dell'operazione oggetto di copertura vengono rilevati a conto economico.

L'utile o la perdita associato a quella parte della copertura inefficace è iscritto a conto economico.

---

96 C.f.r. IAS 39, appendice, paragrafo AG105, lettera b) "…ad esempio, se i risultati effettivi sono tali che la perdita sullo strumento di copertura è CU120 e l'utile sullo strumento liquido è CU100, la compensazione può essere valutata pari a 120/100, ossia il 120% oppure 100/120, ossia 83%".

97 Si evidenzia che nel caso in cui l'efficacia della copertura risulti essere superiore al limite massimo di 125% è possibile rendere la copertura dello strumento finanziario derivato efficace considerando non lo strumento finanziario nella sua interezza ma soltanto una parte dello stesso, rappresentata a titolo esemplificativo, da una sua parte del valore nozionale.

Se l'operazione oggetto di copertura non è più ritenuta probabile, gli utili o le perdite non ancora realizzati contabilizzati nella riserva di patrimonio netto sono rilevati immediatamente a conto economico.

Il *fair value* dei derivati, utilizzati come strumenti di copertura, è classificato tra le attività (se positivo) o le passività (se negativo) non correnti, se la scadenza dell'elemento oggetto di copertura è superiore a dodici mesi; nel caso in cui la scadenza dell'elemento oggetto di copertura sia inferiore a dodici mesi, il *fair value* degli strumenti di copertura è incluso nelle attività e nelle passività correnti.

Dall'analisi degli *annual report* possiamo dire che quasi tutte le società del campione rispettano queste regole di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati di copertura.

Solo due società, sebbene gli strumenti derivati siano di copertura, non applicano le regole di *hedge accounting:* la prima è il Gruppo Saras che nelle nota integrativa precisa "*gli strumenti finanziari derivati si sostanziano in operazioni di copertura a fronte delle quali non è stato adottato l'hedge accounting";* la seconda invece è Luxottica group "*nonostante gli strumenti derivati sulle valute (currency swap) siano utilizzati da un punto di vista gestionale con finalità di pura copertura del rischio cambio, tali strumenti non rispettano pienamente tutti gli stringenti parametri per designarli come strumenti derivati di copertura ai sensi dello IAS 39 e, pertanto, sono contabilizzati al fair value alla data di bilancio con imputazione delle variazioni di fair value a conto economico consolidato"*.

## CONCLUSIONI

Se non si è esperti di finanza, affrontare il tema dei prodotti derivati (o, più semplicemente, derivati) crea sempre disagio. È come entrare in un campo di cui non si conoscono esattamente i confini e le caratteristiche. Si sa solo che è accidentato.

L'obiettivo principale di un'azienda, nell'esercizio della sua attività, è quello di creare valore. La creazione di valore appare strettamente connessa al risultato della gestione operativa ma risulta influenzata anche da variabili esogene all'attività caratteristica che potrebbero ridurre, o addirittura azzerare, la capacità dell'impresa di produrre ricchezza. Tali variabili sono legate in particolare all'andamento dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime. È dunque essenziale monitorare continuamente l'andamento di questi elementi e ridurre o, se possibile, annullare i rischi derivanti dalla loro variabilità anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati.

Fra le diverse politiche di copertura esistenti, la teoria accademica raccomanda alle imprese di focalizzarsi sulla minimizzazione delle fluttuazioni del *cash flow* e dell'utile imponibile. Al raggiungimento di questo obiettivo si rivelano molto utili proprio gli strumenti finanziari derivati.

Il presente lavoro ha analizzato l'operatività in derivati delle principali società industriali e di servizi quotate italiane, un aspetto della gestione dei rischi finanziari finora poco indagato dalla letteratura per la carenza di dati disponibili.

I risultati del lavoro evidenziano come i derivati siano uno strumento ormai diffuso. Tuttavia, in base alle rilevazioni della Centrale dei rischi, il fenomeno risulta significativamente diffuso anche tra imprese di piccole e medie dimensioni. Già nell'estate del 2005, a seguito di dissesti finanziari, si è scoperto che molte piccole e medie imprese avevano sottoscritto presso le banche derivati *Otc* inadeguati alle proprie esigenze, trovandosi a registrare posizioni passive anche molto pesanti. In realtà, il fenomeno era iniziato a partire dal 2000, assumendo proporzioni via via crescenti, e si era aggravato in concomitanza con

l’aumento del costo del denaro deciso dalla Banca centrale europea.
Di fatto, prodotti acquistati dalle imprese per neutralizzare i rischi connessi a variazioni del costo del denaro o il rischio di cambio si rivelavano per ciò che erano in realtà: strumenti altamente speculativi, che in alcuni casi davano luogo a forti guadagni, ma che spesso si traducevano in una posizione negativa.
Molti studiosi ritengono che i prodotti derivati abbiano giocato un ruolo di primissimo piano nell'esplosione della crisi finanziaria ed è indubbio che i derivati *Otc* abbiano generato la totale avversione dell'opinione pubblica. Il lettore, tuttavia, non deve dimenticare che i derivati non sono altro che strumenti ed in quanto tali non possiedono una dannosità intrinseca; ciò che li rende estremamente iniqui è un impiego non coerente con le dinamiche aziendali nonché la presenza di costi occulti e l'alto contenuto di rischiosità, che spesso hanno generato enormi perdite in capo ad ignari investitori attirati, in maniera più o meno fraudolenta, da prospettive di copertura mai realizzatesi in concreto.
La mancanza di una normativa nazionale specifica in merito alla valutazione e contabilizzazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati da parte delle imprese che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali ha portato quest'ultime a contabilizzare in maniera superficiale e anche molto diversa tra loro i derivati in loro possesso.
La speranza è che il nuovo modello contabile per la rappresentazione dei derivati in bilancio contribuisca effettivamente ad una maggiore trasparenza nella *disclosure* tecnico contabile degli strumenti finanziari derivati.
Le disposizioni in esame meritano particolare attenzione, in quanto, da un lato, introducono nel nostro ordinamento tecniche di misurazione complesse, che richiedono competenze specialistiche, e, dall’altro lato, potrebbero avere effetti rilevanti sulla situazione patrimoniale e sul risultato economico delle imprese interessate. Inoltre, non tutte le informazioni saranno facilmente recuperabili ed elaborabili dall'impresa ai fini dell'esposizione dei valori in bilancio.
Le imprese dovranno pertanto dotarsi di un adeguato sistema di monitoraggio e controllo interno che rendano attendibili le misurazioni del *fair value* dei derivati.

Anche se la stima del *fair value* sarà effettuata da esperti esterni o dalla controparte finanziaria con la quale si è sottoscritto il contratto, i valori quantificati dovranno essere controllati nella loro attendibilità.

**Ringraziamenti**

Giunto alla conclusione di questo lavoro, desidero ringraziare la Professoressa Lucia Talarico, relatore di questa tesi, per la grande disponibilità e cortesia

dimostratemi e per tutto l'aiuto fornitomi durante la stesura.

Un sentito ringraziamento alla mia famiglia, Luciano, Sonia e Giovanni che con il loro incrollabile sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di raggiungere questo traguardo.

Ringrazio Salvino, Franca e la mia fidanzata Carlotta, che in tutti questi anni hanno creduto in me, mi hanno spronato e aiutato nei momenti difficili.

Un ultimo ringraziamento, ma non per importanza, ai miei parenti, ai miei nonni, ai miei compagni di studio e ai miei amici, per essermi stato vicino sia nei momenti difficili sia nei momenti felici.

**BIBLIOGRAFIA**

ANTONELLI V., D'ALESSIO R., "*Summa Contabile"*, Gruppo 24 ore, 2011.
ARTUSO E., BISINELLA I., *"D.Lgs. 139/2015: le novità del bilancio tra luci*

*ed ombre"*, 16 aprile 2016.

BERTINETTI G., BUONGIORNO M., BUSSO D., "*Gli strumenti forward-based per la copertura del rischio di cambio e di tasso: aspetti finanziari e contabili"*, in Bilancio, Vigilanza e Controlli, luglio 2007.

BOCHICCHIO F., *"Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo, finanziario"*, in Contratto e Impresa, 2009.

BOLLA R., *"La contabilizzazione dei contratti derivati su valute. Normativa e prassi italiana: i contratti a termine in valuta estera"*, Contabilità finanza e controllo, 2008.

CAPUTO NASSETTI F., *"Contratti derivati finanziari"*, Egea. Milano, 2007.

CARACINO U., TASSINARI T., ZITIELLO E ASSOCIATI STUDIO LEGALE**,** **"***Gli strumenti derivati OTC: i nuovi scenari normativi",* in Portale di Diritto Bancario, Finanza, gennaio 2012.

CASSAZIONE CIVILE, 19 maggio 2005 n. 10598, in Giustizia Civile Massimario, fasc. 5, 2005.

COLAVITO F., RIGHETTI S., *"La gestione finanziaria del rischio temperatura tramite l'uso dei derivati meteorologici"*, in Amministrazione & finanza, fasc. 57, 2005.

DE NOVA G.,*"The Law which governs this Agreement is the Law of the Republic of Italy: il contratto alieno"*, in Jucidium, 2011.

DE NOVA G., *"I contratti derivati come contratti alieni"*, in Rivista Diritto Privato, 2009.

DEZZANI F., DEZZANI L., *"I prodotti derivati: tipologie e contabilizzazione"*, Circolare Guardia di Finanza n. 83607/2012.

DI FOGGIA C., *"Debito pubblico, Corte dei Conti: "Dai derivati del Tesoro un danno da 3,8 miliardi. Il Mef favorì Morgan Stanley"*, il Fatto Quotidiano, Economia & Lobby, 29 aprile 2016.

DOLCE R., *"Operazioni fuori bilancio: aspetti contabili-bilancistici e fiscali per i soggetti IAS adopter"*, Il Fisco, 11 maggio, 2009.

FAISSOLA C., *"Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari*

*derivati"*, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanza e Tesoro, 2007.

FERRERO E., *"Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari"*, in Rivista. Diritto Commerciale, 1992.

FORNACIARI L., *"I contratti derivati nel nuovo bilancio d'esercizio"*, in Bilancio e Reddito d'Impresa, n. 2/2016.

FIUME R., *"La copertura dei rischi. Un'analisi economico-aziendale della prassi internazionale di hedge accounting"*, Giappichelli, Torino, 2000.

GILOTTA S., "*Sentenza del tribunale di Lanciano, 6 dicembre 2005*", in Giurisprudenza Commerciale, 2007.

GIRINO E., *"Dizionario di finanza. Tecniche, strumenti, operatori"*, Tezze sul Brenta, Wolters Kluwer Italia, 2005

GIRINO E., *"Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale"*, in Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2011

GRECO A., RICCIARDI R., *"Nel debito pubblico i derivati pesano quanto i risparmi sui tassi o le privatizzazioni"*, Repubblica Economia, 27 aprile 2016.

HORAT M.B., *"Financial futures e opzioni"*, il Sole 24 ore, Milano, 1992.

HULL J. C., *"Opzioni, futures ed altri derivati (traduzione di E. Barone)"*, Il Sole 24 Ore, 2006.

IANNUCCI A., *"IAS 39: strumenti finanziari derivati"*, in Guida alla Contabilità e Bilancio, n. 11, Milano, 11 giugno 2007.

KPMG, *"Gli strumenti derivati. Il nuovo manuale operativo per la banca e la finanza"*, Edibank, Milano.

LONGO M., *"Derivati, per il tesoro conto da 16,9 miliardi in 4 anni"*, Il Sole 24 Ore, 25 aprile 2015.

LOTTI C., *"Derivati dello Stato Tesoro: Italia impegnata con contratti da 163 miliardi"*, il Fatto Quotidiano, 2015.

MAFFEIS D., *"Contratti derivati"*, in Banca, Borsa e Titoli di Credito, 2011.

MARCON C., *"Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive"*, Cedam, Padova, 2013.

MARIANO G., *"Le imprese italiane e gli strumenti derivati"*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, ottobre 2012.

MARKHAM J. W., *"The history of commodity futeres trading and its regulation, Praeger"*, New York, 1987.

MAZZINI F., "*Derivati Otc: definiti i ruoli di Bankitalia e Consob"*, in Riviste 24 Guida al diritto, n. 7 Monografia, 26.09.2013.

MEZZABOTTA C., *"Fair value per gli strumenti derivati nel bilancio civilistico"*, in Amministrazione & finanza, n. 3/2016.

MUNARI L., "S*trumenti finanziari e creditizi. Dai bisogni alle soluzioni",* McGraw-hill Education, Milano, 2015.

OLDANI C., *"I derivati finanziari. Dalla bibbia alla Enron"*, Franco Angeli, Milano, 2015.

OLDANI T., "*Invece di diminuire, la bomba dei derivati finanziari continua ad aumentare, tranne che in Italia. E Buffett teme un altro botto"*, Italia Oggi Quotidiano economico, giuridico e politico, 2014.

PACIOLI L., *"Le informazioni sugli strumenti finanziari"*, documento n.5, 21 marzo 2007.

PARBONETTI A., *"I principi contabili internazionali: immobilizzazioni e strumenti finanziari"*, Carocci, Roma, 2010.

PATRONI GRIFFI U., *"I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso"*, in Rivista di Diritto Bancario, ottobre 2012, n. 23.

PETRELLA G., *"Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale"*, Egea, Milano, 1997.

PICCININI V., *"La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative"*, in Contratto e Impresa, 2010.

PINTO V., *"La verità (e la trappola demagogia) sui derivati del Tesoro e sui 42 miliardi di perdite"*, Next Quotidiano, 26 aprile 2015.

PISONI P., BAVA F., BUSSO D., DEVALL A., *"Derivati di copertura e derivati di negoziazione. Iscrizione in bilancio e valutazione"*, Contabilità finanza e controllo,

giugno 2009.

POMANTE U., SAITA F., ZANOTTI G., *"L'utilizzo degli strumenti derivati nella gestione di portafoglio. In (a cura di) Fabrizi P.L.*", Economia del mercato mobiliare, Egea, Milano, 2011.

PORTALUPI A., *"Strumenti derivati più trasparenti con il fair value. Obbligo di stima a valori di mercato anche per le Pmi"*, Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2015.

POZZOLI M., "*Strumenti finanziari derivati: trattamento contabile*", Guida alla Contabilità & Bilancio, Il sole 24 ore, 2010.

RECUPERO S., *"Debito pubblico: lo zampino di Draghi dietro la bolla dei derivati?"*, il Primato Nazionale, Roma, 4 maggio 2016.

RISALITI G., *"Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende"*, Giuffrè, Milano, 2008.

RISALITI G., *"Opzioni sui tassi di interesse e politiche di copertura"*, Contabilità finanza e controllo, 2011.

ROSCINI VITALI F., *"Guida alla redazione della nota integrativa"*, Il Sole 24 Ore, Milano, ottobre 2006.

SALVADEO S., TROIANI G., *"Proposta di recepimento della Direttiva UE 2013/34/UE: impatti sulla struttura del bilancio, criteri di valutazione e informativa"*, in Bilancio & Reddito d'Impresa, n. 9/2015.

SANGIOVANNI V., *"I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza"*, Cedam, Padova, 2010.

TIMPONE G., *"Bomba derivati sul debito pubblico: 42 miliardi persi in favore delle banche"*, Economia Italia, 26 aprile 2016.

*Toselli G. A*., *"Derivati e fair value nei bilanci 2016"*, in Diritto Bancario, ottobre 2015.

TROTTA A., *"Credit derivatives. Nuovi strumenti finanziari per la gestione del rischio di credito"*, Giappichelli, Torino, 2002.

ZHANG P., *"Baring Bank, bankrupcy and financial derivatives"*, Singapore, 1995.