



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, Finanza e Controllo

—
Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

***Gli strumenti finanziari derivati nei
principi contabili internazionali:
contabilizzazione e disclosure.
Un'indagine empirica.***

Relatore
Ch. Prof. **Carlo Marcon**

Laureanda
Ilaria Giacomini
Matricola 827522

Anno Accademico
2013 / 2014

“Se un giorno diranno di me che nel mio lavoro ho contribuito al benessere ed alla felicità del mio collega, allora sarò soddisfatto.”

G. Westinghouse

Ai miei genitori Elvis ed Emanuela.

*Ai miei nonni, anche a quelli che non ci sono più
e con i quali avrei voluto condividere la gioia e la
soddisfazione di questo mio traguardo.*

Ringraziamenti

Alla conclusione di questo lavoro desidero ringraziare il mio relatore Prof. Carlo Marcon per la disponibilità e la puntualità con cui ha saputo dispensarmi suggerimenti e consigli preziosi.

Un ringraziamento va sicuramente allo Studio “Professionisti Associati” di San Fior, ed in particolar modo al Dott. Andrea Da Re, per la collaborazione accordatami con grande competenza e professionalità.

Ed in questa circostanza non posso non ricordare con affettuosa gratitudine il Prof. Riccardo Michielin che, nel corso degli anni, si è rivelato un insegnante eccellente, una persona speciale, un caro amico.

INDICE

INTRODUZIONE	pag.	1
CAPITOLO I		
IL RISCHIO AZIENDALE E GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	pag.	3
1.1. Il rischio aziendale	pag.	4
1.1.1. Il rischio finanziario	pag.	5
1.1.1.1. Il rischio di mercato	pag.	6
1.2. Definizioni di strumento finanziario derivato	pag.	9
1.3. Criteri di classificazione	pag.	15
1.4. Le tipologie contrattuali	pag.	19
1.4.1. Gli swaps	pag.	19
1.4.1.1. Gli swaps sui tassi di interesse: gli interest rate swaps	pag.	20
1.4.1.2. Gli swaps sui tassi di cambio: i currency swaps e i cross currency interest rate swaps	pag.	24
1.4.1.3. Gli asset swaps	pag.	26
1.4.1.4. Gli equity swaps	pag.	27
1.4.1.5. I commodity swaps	pag.	27
1.4.1.6. I credit default swaps (CDS)	pag.	27
1.4.2. I contratti a termine: forwards e futures	pag.	28
1.4.2.1. I forward rate agreements (FRA)	pag.	30
1.4.2.2. I contratti a termine su tassi di cambio: i currency forwards e i currency futures	pag.	32
1.4.2.3. I commodity futures	pag.	32
1.4.3. Le opzioni	pag.	33
1.4.3.1. Le opzioni sui tassi di cambio	pag.	38
1.4.3.2. Le opzioni sui tassi di interesse	pag.	38
1.4.3.3. Le opzioni esotiche	pag.	41
1.5. Finalità di utilizzo dei derivati	pag.	43
CAPITOLO II		
GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI	pag.	47
2.1. La normativa attuale: lo IAS 39	pag.	48
2.1.1. La classificazione degli strumenti finanziari	pag.	49
2.1.2. I metodi di valutazione	pag.	51
2.1.2.1. La determinazione del fair value	pag.	52
2.2. I derivati nei principi contabili internazionali	pag.	54
2.2.1. I derivati di negoziazione	pag.	54
2.2.2. I derivati di copertura e le regole di hedge accounting	pag.	57
2.2.2.1. Gli strumenti di copertura	pag.	59
2.2.2.2. Gli elementi coperti	pag.	60

2.2.2.3. I requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting	pag.	63
2.2.2.4. Metodi di valutazione dell'efficacia	pag.	65
2.2.2.5. Le tipologie di copertura	pag.	67
2.2.3. La fair value option	pag.	78
2.2.4. L'IFRS 7: la disclosure sugli strumenti finanziari derivati	pag.	81
2.2.5. L'IFRS 9: il progetto di riforma	pag.	83
2.2.5.1. La classificazione degli strumenti finanziari sulla base del nuovo IFRS 9	pag.	85
2.2.5.2. La terza fase del progetto: l'hedge accounting sulla base dell'IFRS 9	pag.	88
2.2.5.3. Considerazioni conclusive sull'IFRS 9	pag.	95

CAPITOLO III

L'INDAGINE EMPIRICA	pag.	97
3.1. Literature review	pag.	97
3.2. L'indagine empirica	pag.	106
3.2.1. La descrizione del campione	pag.	106
3.2.2. Le osservazioni e i risultati	pag.	109
3.2.2.1. La rintracciabilità della presenza dei derivati	pag.	109
3.2.2.2. Il rispetto dello IAS 39	pag.	110
3.2.2.3. La disclosure: il rispetto dell'IFRS 7 e l'informativa sui derivati di negoziazione	pag.	113
3.2.2.4. L'attendibilità dei valori iscritti in bilancio	pag.	117
3.2.2.5. La descrizione dell'esposizione ai rischi finanziari: le note al bilancio e la relazione sulla gestione	pag.	118
3.2.2.6. L'efficacia della copertura	pag.	121
3.2.2.7. L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati	pag.	123
3.2.2.8. Le tipologie di strumenti finanziari derivati	pag.	129
3.2.3. Conclusioni	pag.	132

CAPITOLO IV

I DERIVATI NEI PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI	pag.	141
4.1. Un approfondimento sugli IRS di copertura	pag.	141
4.2. Gli strumenti finanziari derivati nei principi nazionali	pag.	144
4.2.1. La rappresentazione e la valutazione in bilancio	pag.	147
4.2.2. La valutazione dei derivati di copertura secondo i principi contabili nazionali	pag.	148
4.2.3. La valutazione dei derivati di negoziazione	pag.	151
4.2.4. L'informativa complementare	pag.	151
4.3. Il caso: la società Alfa e gli strumenti finanziari derivati	pag.	152
4.3.1. La società Alfa	pag.	152
4.3.2. La sottoscrizione dei derivati	pag.	153
4.3.3. La strategia di impiego dei derivati e le caratteristiche delle posizioni soggette a rischio	pag.	154
4.3.4. Le caratteristiche dei derivati acquisiti	pag.	154
4.3.5. L'informativa di bilancio sui derivati. La rappresentazione contabile delle operazioni in derivati	pag.	156

4.3.6. Iter di approvazione del bilancio, organi di controllo e pareri	pag. 157
4.3.7. I profili di indagine	pag. 158
4.3.7.1. Il profilo strategico: le finalità per le quali sono poste in essere le operazioni. La configurabilità dei derivati come strumenti di copertura del rischio	pag. 158
4.3.7.2. Il profilo rilevativo e valutativo	pag. 163
4.3.8. Conclusioni	pag. 167
4.3.8.1. L'effetto delle scelte compiute sulla rappresentazione veritiera e corretta	pag. 167
4.3.8.2. Confronto tra principi contabili nazionali e principi contabili internazionali	pag. 168
CONCLUSIONI	pag. 171
BIBLIOGRAFIA	pag. 177

INTRODUZIONE

Il tema affrontato nel presente lavoro di tesi riguarda gli strumenti finanziari derivati, dato il loro ruolo sempre più significativo in un contesto economico come quello odierno, e le modalità di contabilizzazione degli stessi all'interno del bilancio aziendale. La moderna finanza aziendale non può non considerare l'uso di tali strumenti ma sarebbe sempre necessario tenere presente degli obiettivi di efficacia e di efficienza, indispensabili al fine di piegare la finanza stessa a servizio del *core business*, e non il contrario.

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 o dei prodotti acquistati dall'impresa. È dunque essenziale monitorare continuamente l'andamento di questi elementi e ridurre o, se possibile, annullare i rischi derivanti dalla loro variabilità. Al raggiungimento di questo obiettivo si rivelano molto utili proprio gli strumenti finanziari derivati.

Oltre a questa finalità di copertura, gli strumenti in questione, vengono spesso sottoscritti anche a scopo speculativo o di arbitraggio.

Alla luce di tutto ciò, possiamo dire che l'utilizzo, spesso spregiudicato e incosciente, di questi strumenti ha contribuito in modo rilevante al dissesto di parecchie realtà e in parte alla crisi economica attuale.

In un contesto economico sempre più globalizzato, assistiamo anche al crescente ruolo dei principi contabili internazionali IAS/IFRS emanati dall'*International Accounting Standard Board*, le cui disposizioni sono volte a fornire delle regole standardizzate per la redazione degli schemi di bilancio alle società che, per obbligo o per scelta, li adottano.

Il primo capitolo del presente lavoro di tesi mira a descrivere il concetto di "rischio aziendale" nelle sue diverse sfaccettature e la nozione di "strumento finanziario

derivato". Verrà presentata anche una panoramica generale di quelli che sono gli strumenti più utilizzati, senza comunque avere l'ambizione di essere esaustivi, sapendo che si tratta di una materia molto ampia e in continua evoluzione.

Con il secondo capitolo ci addentreremo nel cuore della tesi trattando gli strumenti finanziari derivati alla luce dei principi contabili internazionali. In particolare ci soffermeremo sulla normativa attuale con la descrizione delle disposizioni in tema di strumenti finanziari derivati contenute nello IAS 39 (*Financial Instruments: Recognition e Measurement*), per quanto riguarda la contabilizzazione, e nell'IFRS 7 (*Financial Instruments: Disclosures*), in merito alle informazioni integrative da riportare nelle note al bilancio. Verrà esposto poi anche il progetto di modifica volto a sostituire il complesso IAS 39 con il nuovo IFRS 9 (*Financial Instruments*), limitandoci alla descrizione della prima fase del progetto, relativa alle modifiche in materia di classificazione degli strumenti finanziari all'interno del bilancio, e della terza fase, in materia di *hedge accounting*.

Il terzo capitolo ha per oggetto un'analisi empirica svolta su un campione di società costituenti l'indice di Borsa FTSE MIB. In particolare considereremo le relazioni finanziarie annuali consolidate al 31/12/2012 delle società non finanziarie appartenenti al citato indice. Scopo dell'indagine è verificare innanzitutto il rispetto delle disposizioni dello IAS 39 e dell'IFRS 7. In secondo luogo cercheremo di valutare il livello di trasparenza informativa e di osservare se, nel rispetto dei principi appena indicati, le informazioni pervenute risultano chiare, coerenti e di immediata comprensione.

Infine, nel quarto capitolo procederemo a descrivere la prassi nazionale in tema di contabilizzazione degli strumenti derivati al fine di effettuare un confronto tra principi nazionali e principi internazionali sul tema in oggetto. Verrà inoltre presentato il caso di una società, il cui modo di rilevazione delle poste contabili inerenti gli strumenti derivati risultava improprio, utile al fine di comprendere gli effetti dell'errata contabilizzazione degli strumenti in questione.

CAPITOLO I

IL RISCHIO AZIENDALE E GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Negli ultimi decenni il ruolo degli strumenti finanziari derivati all'interno dell'economia mondiale è cresciuto in modo estremamente significativo. Si è assistito ad un notevole sviluppo degli strumenti di ingegneria finanziaria in questione, sia in termini di volumi negoziati, sia in termini di tipologie contrattuali utilizzate e si tratta tuttora di una materia in continua evoluzione, il cui unico limite è rappresentato dalla fantasia degli operatori.

È sufficiente pensare che negli ultimi anni, accanto ai derivati più comuni (*financial derivatives*, *commodity derivatives* e *credit derivatives*), si sono sviluppati derivati sulle variabili climatiche (*weather derivatives*), sulle tariffe di trasporto (*freight derivatives*), sugli immobili (*real estate derivatives*) e sulle quote di emissione antropica dei gas a effetto serra (*EU emissions allowance transactions*).¹

Le finalità per cui gli strumenti finanziari derivati possono essere utilizzati sono molteplici: non vi si ricorre solo per ragioni speculative, ma, in seguito alla sempre crescente attenzione da parte delle aziende al processo di *financial risk management*, si rivelano meccanismi utili anche nella copertura di diversi rischi ai quali le aziende sono esposte a causa della volatilità delle variabili economiche.

In seguito si cercherà di fornire una panoramica quanto più completa ed esaustiva possibile delle principali tipologie di rischio alle quali un'azienda è soggetta e delle più

¹ M. Rossi, *Derivati Finanziari. Il problema della causa astratta degli swap: una nuova soluzione per le imprese*, p. 1. Stralcio della relazione al percorso formativo "I contratti derivati. Controversie tra banche e imprese: strategie e tecniche difensive", tenutasi a Udine il 16 e 19 ottobre, a Milano il 13 e 20 novembre 2009 e a Bologna il 15 e 22 febbraio 2010, organizzato dal Centro Studi Almaiura, accreditato dal Consiglio Nazionale Forense per la formazione continua degli avvocati.

comuni categorie di strumenti finanziari derivati, senza esulare dalla finalità di questo elaborato, che attiene alla contabilizzazione degli stessi.

1.1. IL RISCHIO AZIENDALE

Il concetto di rischio aziendale esprime l'incertezza circa il valore futuro di un'azienda a causa dell'incapacità di prevedere l'andamento del mercato e dell'ambiente esterno.² Tipicamente consideriamo il rischio come un elemento dannoso (*downside risk*), che, in quanto tale, potrebbe erodere il valore aziendale. Tuttavia dobbiamo ricordare che il rischio, se visto dal suo lato positivo (*upside risk*), potrebbe portare anche un aumento di ricchezza a fronte di determinate posizioni assunte.

Anche se non esiste un'univoca classificazione delle diverse tipologie di rischio aziendale, possiamo suddividere l'aggregato in questione in diverse macroclassi, alcune delle quali assumeranno un ruolo rilevante in seguito, al momento dell'indagine empirica.

Il **rischio strategico** riguarda il successo delle strategie aziendali di più alto livello. Nel definire la strategia aziendale, il top management deve innanzitutto valutare le fonti di incertezza esterne all'azienda e anticipare, oltre che governare, le conseguenze ad esse connesse; deve essere in grado di prevedere i possibili scenari economici futuri e definire un possibile piano d'azione per ciascuno di essi.

Il **rischio operativo** comprende i rischi che riguardano l'attività tipica dell'impresa, dal grado di efficienza dei processi aziendali, al rischio di prezzo al quale sono esposti i prodotti dell'impresa, ai costi dei fattori produttivi (fattispecie simile al rischio finanziario), all'effetto del rischio di volume produttivo dato dalla presenza dei costi fissi aziendali.³ Si tratta di una categoria residuale rispetto alle altre. I rischi in essa compresi sono connessi alla probabilità che i flussi operativi oscillino e riguardano tutti gli eventi potenzialmente dannosi per l'organizzazione legati a clienti, prodotti, tecnologia, ecc.

² G. Gardenal, *Slide corso "Politiche finanziarie e strategie di investimento"*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

³ Idem.

Il **rischio reputazionale** si riferisce ai rischi relativi al deterioramento dell'immagine dell'azienda o del valore della stessa agli occhi di clienti e altri *stakeholders*.

Il **rischio normativo** è il rischio di inadempienza alle disposizioni che regolamentano il settore.

Infine vi è il **rischio finanziario**, un concetto abbastanza complesso ed estremamente rilevante al quale sarà dedicato il prossimo paragrafo.

1.1.1. Il rischio finanziario

Il rischio finanziario è il punto di partenza di questo lavoro di tesi ed è fondamentale per comprendere l'utilizzo e l'importanza degli strumenti finanziari derivati.

A sua volta, il concetto di rischio finanziario ingloba al suo interno diverse tipologie di rischio, a cui quasi tutte le aziende risultano più o meno esposte.

Innanzitutto comprende il **rischio di credito**, che è dato dal rischio di insolvenza della controparte, ossia dall'incapacità della stessa di far fronte ai propri impegni contrattuali.

Vi è poi il **rischio di liquidità**, che si ha quando l'azienda si trova in una situazione di carenza di risorse. L'esempio tipico si ha nel caso di discrepanza tra le scadenze di pagamento dei fornitori e le scadenze di incasso dei clienti. Nel caso in cui l'azienda fosse costretta a far fronte ai propri debiti nei confronti dei fornitori prima di ricevere i pagamenti dai propri clienti, potrebbe trovarsi di fronte a una crisi di liquidità e dover ricorrere a finanziamenti esterni sostenendo il costo degli interessi.

All'interno del rischio di liquidità rientra anche la difficoltà di cedere un *asset*: meno questo è liquido e più risulta difficile smobilizzarlo al fine di ottenere risorse utili all'azienda.

Da ultimo, il più rilevante ai nostri fini, è il **rischio di mercato**, ossia il rischio legato alla volatilità di variabili macroeconomiche.

1.1.1.1. Il rischio di mercato

È proprio sul rischio di mercato che si concentra maggiormente la nostra attenzione. Sulla base della variabile a rischio di oscillazione, esso può essere a sua volta suddiviso in tre categorie: rischio di tasso di interesse, rischio di tasso di cambio e rischio di prezzo.

Il **rischio di tasso di interesse** è il rischio collegato all'incertezza circa l'andamento dei tassi di interesse e può essere distinto in:

- *flow risk*, se si riferisce alla variabilità degli importi di interessi attivi e passivi incassati e pagati a causa dell'oscillazione dei tassi di interesse di mercato;
- *price risk*, se, nel caso di attività o passività a tasso fisso, si riferisce alla sensibilità del valore di mercato di tali attività e passività alle variazioni del tasso di interesse corrente.⁴

Le variazioni dei tassi di interesse possono influenzare il portafoglio aziendale sia nel caso in cui la società abbia investito in titoli obbligazionari, sia nell'ipotesi in cui avesse deciso di indebitarsi.

Nel primo caso è facile intuire che una variazione del livello dei tassi di interesse implica una variazione nel valore di mercato di una attività/passività finanziaria a tasso fisso.

Supponendo che un'azienda abbia acquistato un titolo obbligazionario a cedola fissa, un incremento del livello dei tassi di interesse determinerebbe una riduzione nel *fair value* del titolo; sappiamo infatti che il prezzo di un titolo obbligazionario è dato dall'attualizzazione delle cedole e del valore finale a un determinato tasso. Il costo opportunità del mercato infatti aumenterebbe, mentre il valore della cedola resterebbe invariato.

Una seconda implicazione è invece legata all'eventualità che, a causa di una variazione dei tassi di mercato, i flussi finanziari futuri di una attività/passività finanziaria a tasso variabile si modifichino in senso sfavorevole.

Immaginando il caso in cui un'azienda sia indebitata a tasso variabile, un aumento del livello dei tassi di interesse determinerebbe un aumento inatteso nel costo del servizio

⁴ *Bilancio Consolidato 2012 Gruppo Salvatore Ferragamo*, p.80.

del debito. Gli istituti di credito costringerebbero l'azienda a rinegoziare le proprie posizioni ed essa si troverebbe a pagare maggiori oneri sui propri finanziamenti.

In entrambe le situazioni appena descritte l'azienda potrebbe essere interessata a negoziare degli strumenti di copertura per mitigare il rischio di tasso di interesse trasformando gli investimenti/finanziamenti a tasso variabile in attività/passività a tasso fisso o convertendo gli investimenti/finanziamenti a tasso fisso in attività/passività a tasso variabile sulla base delle proprie aspettative di fluttuazione dei tassi di interesse.

Tra questi, come illustreremo nel corso del capitolo, i più comunemente utilizzati dalle aziende sono gli *interest rate swaps*, i *forward rate agreements* e le *interest rate options*.⁵

All'interno del rischio di mercato troviamo anche il **rischio di tasso di cambio**, costituito dalla possibilità, tipica di imprese che operano in valuta estera, di realizzare perdite economiche a causa di un apprezzamento o un deprezzamento del tasso di cambio a cui sono sensibili attività e passività patrimoniali.

Le avverse oscillazioni dei tassi di cambio possono gravare su crediti o debiti in valuta estera già iscritti in bilancio oppure su operazioni di futura manifestazione, come accade nel caso di impegni irrevocabili derivanti dall'accettazione di un ordine di acquisto/vendita in valuta estera.⁶

Il rischio di cambio infatti può essere classificato in base alla natura dell'esposizione e degli impatti che determina:

- sul risultato economico, per effetto della diversa significatività di costi e ricavi in valuta rispetto al momento in cui sono state definite le condizioni di prezzo (*rischio economico*) e/o per effetto della conversione di crediti e debiti in valuta (*rischio transattivo*).

Le aziende importatrici e quelle che hanno in essere finanziamenti in valuta estera, infatti, di fronte ad un apprezzamento della valuta in questione, dovranno far fronte a maggiori esborsi per estinguere i loro debiti rispetto a quanto stabilito in base al cambio originario. Di contro, le aziende esportatrici e quelle che hanno investito in attività finanziarie in valuta straniera subiranno delle perdite di fronte a un

⁵ C. Marcon, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013, p. 35-36.

⁶ Idem.

deprezzamento della valuta estera che darà luogo a minori flussi finanziari in entrata rispetto al cambio originario.

- sul bilancio consolidato (a livello di risultato economico e patrimonio netto), per effetto della conversione di attività o passività di aziende che redigono il bilancio in valuta diversa da quella funzionale del gruppo (*rischio traslativo*).⁷

Per fronteggiare il rischio di cambio, le aziende di piccole/medie dimensioni ricorrono prevalentemente a derivati semplici, come *currency forwards* e *currency swaps*; le realtà aziendali più consistenti invece ricorrono anche a *opzioni su valute* e relative combinazioni per essere in grado di proteggersi dal rischio in oggetto e al tempo stesso beneficiare delle fluttuazioni favorevoli.⁸ Ad ogni modo, possiamo dire che la maggior parte delle società pone in essere particolari strategie per neutralizzare l'esposizione ai rischi di cambio economico e transattivo ma raramente si adottano piani per azzerare l'esposizione al rischio traslativo.

Il **rischio di prezzo**, altra tipologia di rischio appartenente ai rischi di mercato, si riferisce alle possibili oscillazioni dei prezzi di mercato dei beni (*commodity risk*) e dei titoli azionari ed è costituito dalla possibilità di subire delle perdite in seguito ad un'evoluzione inattesa nei corsi azionari o nel prezzo delle merci/materie prime negoziate nei mercati regolamentati. Le esposizioni sono dunque solitamente rappresentate dalla compravendita di materie prime, investimenti azionari e scorte.⁹

Per quanto riguarda il prezzo di azioni o titoli, sappiamo che, se i prezzi crollano, il valore del portafoglio si riduce. A questo tipo di rischio sono esposte per lo più le società finanziarie. 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.

Per quanto riguarda il prezzo delle *commodities*, invece, un'azienda manifatturiera potrebbe avere interesse a fissare a priori l'entità dei costi di approvvigionamento per coprirsi dal rischio di un aumento dei prezzi di materie prime indispensabili per il

⁷ *Bilancio Consolidato 2012 Gruppo Salvatore Ferragamo*, p.82.

⁸ Marcon, op. cit. p.38.

⁹ G. Gardenal, *Slide corso "Politiche finanziarie e strategie di investimento"*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

processo produttivo, assumendo una posizione rialzista e compensando i maggiori costi di approvvigionamento con gli utili sul derivato di copertura.¹⁰

Allo stesso modo, le aziende che vendono materie prime, possono coprirsi dal rischio di diminuzione dei prezzi di mercato vendendo a termine la *commodity* coperta, ponendosi così in posizione ribassista e compensando i minori ricavi di vendita con gli utili sul derivato di copertura.

Un'altra fonte di rischio che possiamo far rientrare all'interno della categoria dei rischi finanziari è il cosiddetto **rischio sistematico**, quel rischio che riguarda l'andamento generale dei mercati azionari e che può essere coperto solo attraverso l'impiego di derivati su indici rappresentativi dell'intero mercato, come gli *stock index futures* e le *stock index options*.¹¹

Risulta indispensabile quindi l'attività di *risk management*, ossia il processo di identificazione, misurazione, controllo e mitigazione delle fonti di rischio, finalizzato a gestire la variabilità dei parametri sopra descritti e contenerla entro un determinato *range* ritenuto tollerabile dall'azienda per massimizzare il valore economico dell'azienda stessa.

In base alla tipologia di rischio in questione, la scelta da compiere si pone tra internalizzare il rischio, attraverso la predisposizione di adeguati sistemi operativi ed organizzativi, o esternalizzare il rischio, ricorrendo a strumenti finanziari, tra cui i derivati, la cui utilità a tal fine verrà descritta in seguito.

La nostra attenzione nella trattazione degli strumenti finanziari derivati si concentrerà per lo più sui rischi finanziari di mercato ma, come vedremo in seguito, esistono anche degli strumenti finanziari derivati a copertura del rischio di credito.

1.2. DEFINIZIONI DI STRUMENTO FINANZIARIO DERIVATO

Nelle fonti a nostra disposizione, possiamo trovare diverse definizioni di "derivato", che differiscono tra loro per l'enfaticizzazione di uno o più aspetti tipici dello strumento.

Nell'ordinamento giuridico nazionale troviamo la definizione di strumento finanziario derivato all'art.1, del D.Lgs 24 febbraio 1998, n.58. Il comma 3 dell'articolo in

¹⁰ Ibidem, p. 39.

¹¹ Idem.

questione afferma che “*Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti 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. Le fattispecie individuate dal TUF sono quindi le seguenti:

- 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 (comma 2, lettera 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 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 (comma 2, lettera e);
- 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 (comma 2, lettera f);
- 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 (comma 2, lettera g);
- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito (comma 2, lettera h);
- contratti finanziari differenziali (comma 2, lettera i);
- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi di 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 (comma 2, lettera j);

- qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere (azioni, obbligazioni e altri titoli negoziati), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure (comma 1-bis, lettera d).

Come possiamo notare, l'articolo appena considerato, ci fornisce un'elencazione precisa di strumenti finanziari derivati che, tuttavia, risulta inadatta a ricomprendere e descrivere una categoria di strumenti di ingegneria finanziaria in continua evoluzione.

Troviamo poi altre definizioni.

Secondo la definizione fornita dalla **Banca d'Italia** nella **Circolare n. 4 del 29 marzo 1988** (aggiornamento 112 del 23/06/1994), i derivati sono “contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di Borsa, ecc., il cui valore deriva da quello dei titoli sottostanti o degli altri elementi di riferimento”.

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”.

Allo stesso modo, in “**Borsa Italiana, Conoscere gli strumenti derivati**” si parla di derivati come di “contratti il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante nota anche come *underlying asset*. Le attività sottostanti possono avere sia natura finanziaria (titoli azionari, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di Borsa,...) sia reale (caffè, cacao, oro, petrolio, ecc.)”.

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 determinata attività sottostante ad una data futura, a un prezzo prefissato”.

Altre definizioni simili ci vengono fornite dalla letteratura.

In **“Hull, Opzioni, Futures e altri derivati, sesta ed., 2012”**, un derivato può essere definito come uno “strumento finanziario il cui valore dipende (o deriva) dal valore di altre, più semplici variabili sottostanti (*underlying variables*), molto spesso rappresentate dal prezzo di attività negoziabili (*traded assets*)”.

Ancora, secondo **“Fabrizi, Forestieri, Mottura; Strumenti e Servizi Finanziari, 2003”**, tali strumenti finanziari sono così denominati perché “il loro valore deriva da un'attività sottostante (*underlying asset*) che può essere costituita da un'attività reale, da un'attività finanziaria, o da un indice dei prezzi o dei rendimenti relativi alle precedenti attività”.

Infine, **“Aversa, Disciplina giuridica dei derivati, 2009”** ci parla dei derivati come di un “complesso eterogeneo di strumenti finanziari in cui il valore dipende o è determinato (quindi deriva) dal valore, o dal cambiamento di valore, di un'attività, reale o finanziaria, di riferimento (c.d. sottostante), che può essere un indice di Borsa, un tasso di interesse, un rapporto di cambio tra valute, il prezzo di un titolo o di una materia prima”.

Come possiamo notare, le definizioni fornite dai provvedimenti delle diverse istituzioni o dalla letteratura risultano più flessibili e idonee a descrivere una categoria in continua crescita, rispetto alla prescrizione dell'art. 1 del TUF affrontato in precedenza, e si avvicinano maggiormente alla definizione dataci dall'*International Accounting Standards Board (IASB)*, che adotta un approccio certamente più convincente rispetto all'attuale normativa nazionale.

Lo IAS 39 definisce il derivato come uno strumento finanziario (o altro contratto) che soddisfa simultaneamente tre condizioni:

- 1) il suo **valore** si modifica in relazione al cambiamento di una variabile sottostante (*underlying item*). Le variabili sottostanti possono essere le più svariate: tasso di interesse, tasso di cambio di una valuta estera, prezzo di uno strumento finanziario, prezzo di una merce, indice di prezzi o di tassi, merito di credito (*rating*), ecc.;

- 2) non richiede un **investimento netto iniziale** oppure richiede un investimento netto iniziale minore rispetto a quello che sarebbe necessario per altri tipi di contratti da cui ci si attenderebbe una risposta simile in relazione ai cambiamenti dei parametri di mercato;
- 3) è regolato a **data futura**.

Per quanto riguarda la prima caratteristica, il **valore** del derivato dipende (“deriva”) dall’andamento della variabile sottostante che, con le sue oscillazioni, determina anche le variazioni del valore dello strumento finanziario derivato. Tuttavia, non è detto che le variazioni del valore del sottostante producano delle variazioni proporzionali nel valore del derivato; la relazione tra le reciproche variazioni dipende dalle caratteristiche dello strumento in questione.

La variabile sottostante può assumere svariate configurazioni: tasso di interesse, tasso di cambio di valute estere, prezzo di uno strumento finanziario (per esempio di un’azione), indici di prezzi o di tassi, merito di credito (rating), prezzi di merci o materie prime o altre variabili.

Di fatto, quindi, possono essere sottostanti sia variabili finanziarie (tassi di interesse, tassi di cambio, ecc.), sia variabili non finanziarie (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.¹²

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.

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 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

¹² P. Pisoni, F. Bava, D. Busso, A. Devalle, *Derivati di copertura e derivati di negoziazione. Iscrizione in bilancio e valutazione*, Contabilità finanza e controllo, giugno 2009, p. 497-498.

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 seconda caratteristica che, secondo lo IAS 39, accomuna le diverse tipologie di strumenti finanziari derivati, come sopra detto, è l'assenza di un investimento netto iniziale (*initial net investment*) o, comunque, l'esiguità dello stesso in relazione a quelli previsti per contratti che potrebbero produrre risultati simili.

A questo proposito risulta utile riferirsi alla distinzione, che approfondiremo in seguito, tra strumenti finanziari derivati simmetrici (o *forward-based*) e strumenti finanziari derivati asimmetrici (o *option-based*).

Brevemente qui possiamo dire che i derivati simmetrici sono dei contratti a somma zero in quanto il rischio grava allo stesso modo sui contraenti e nei quali alla perdita di una parte corrisponde il guadagno dell'altra. Generalmente vengono sottoscritti a condizioni di mercato e, di conseguenza, al momento della stipula il valore del derivato è nullo.

Tuttavia, può accadere che uno strumento finanziario derivato forward-based presenti una struttura dei flussi di pagamento non in linea con le condizioni di mercato. In altre parole, può accadere che il valore del derivato, dato dalla differenza tra il valore attuale della somma dei flussi da ricevere e il valore attuale della somma dei flussi da pagare, sia diverso da zero, risultando quindi vantaggioso per una parte e svantaggioso per l'altra. In questo caso, la parte avvantaggiata deve pagare all'altra parte una somma di denaro (denominata *up-front*) idonea a riportare lo strumento derivato in linea con le quotazioni di mercato correnti. Questa somma rappresenta una sorta di investimento iniziale, ma, generalmente, risulta essere di gran lunga inferiore rispetto al valore nozionale del contratto, permettendo quindi di parlare comunque di strumento finanziario derivato.

Negli strumenti finanziari option-based è facoltà di una parte decidere se, a data prefissata, dar luogo alla transazione o meno. Sono detti contratti asimmetrici proprio perché risultano più rischiosi per la parte che subisce la decisione che si vedrà dunque corrispondere una somma di denaro dall'altra parte, detta premio.

Questo premio rappresenta l'investimento netto iniziale ma, anche in questo caso, si tratta di un valore di gran lunga inferiore al valore nozionale del contratto, cosa che ci

permette di considerare anche gli strumenti option-based degli strumenti finanziari derivati.¹³

Infine, per quanto riguarda l'ultima caratteristica prevista dallo IAS 39, al fine di considerare uno strumento finanziario un derivato, è necessario chiarire che il regolamento dello stesso, a data futura, può avvenire o mediante l'esecuzione del contratto attraverso il completamento della transazione prevista (come avviene sempre nel caso di contratti forward-based) o alla scadenza del contratto, anche nel caso in cui la transazione non dovesse avvenire (come può accadere nel caso di strumenti option-based).

Il regolamento, inoltre, può avvenire o mediante la consegna fisica dell'attività sottostante con contropartita il flusso di cassa previsto dal contratto (*physical settlement*) oppure mediante il pagamento per cassa di un differenziale derivante dalla differenza tra prezzo stabilito nel contratto e prezzo di mercato al termine del contratto (*net cash settlement*).

Nel caso in cui le parti debbano regolare distintamente 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*).¹⁴

1.3. CRITERI DI CLASSIFICAZIONE

Gli strumenti finanziari derivati possono essere suddivisi sulla base di diversi criteri di classificazione, ognuno dei quali tende a porre l'enfasi su specifiche caratteristiche degli stessi.

Sulla base delle caratteristiche tecniche di ogni **tipologia contrattuale**, si distinguono principalmente tre classi di strumenti finanziari, che vedremo nel dettaglio in seguito:

- 1) **swaps**: sono contratti mediante i quali due parti convengono lo scambio, a date future e prestabilite, di flussi di cassa secondo uno schema prefissato e determinati in base all'andamento di particolari indicatori finanziari o valutari;

¹³ Ibidem, p. 498-499.

¹⁴ Ibidem, p. 499-500.

- 2) **opzioni:** sono contratti che attribuiscono all'acquirente la facoltà di eseguire o meno il contratto, ossia di decidere se acquistare (*opzione call*) o vendere (*opzione put*) una determinata attività sottostante a una certa data o entro una certa data futura, a un prezzo predeterminato;
- 3) **contratti a termine:** possono essere contratti *future* o *forward*. Sono contratti mediante i quali le parti si scambiano un determinato bene, a una data futura e a un prezzo prefissato al momento del contratto.

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. 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 diverse fattispecie contrattuali sopra descritte con le più frequenti attività sottostanti, possiamo comporre un quadro di sintesi in cui riassumere le singole tipologie di derivati, alcune delle quali verranno successivamente descritte:

- *futures* su titoli (*bond/stock futures*); *futures* su valute (*currency futures*); *futures* su tassi di interesse (*interest rate futures*); *futures* su titoli azionari (*stock index futures*); *futures* su merci (*commodity futures*);
- *forwards* su titoli (*bond/stock forwards*); *forwards* su valute (*currency forwards*); *forwards* su tassi di interesse (*forward rate agreements*); *forwards* su altri indicatori di mercato; *forwards* su merci (*commodity forwards*);
- *swaps* su valute (*currency swaps*); *swaps* su tassi di interesse (*interest rate swaps*); *swaps* su indici azionari (*equity index swaps*); *swaps* su merci (*commodity swaps*);
- opzioni su titoli (*bond/stock options*); opzioni su valute (*currency options*); opzioni su tassi di interesse (*interest rate options*, es. *caps*, *floors*, *collars*); opzioni su indici azionari (*stock index options*); opzioni su merci (*commodity options*)¹⁵.

Per quanto concerne i derivati creditizi invece, ricordiamo sostanzialmente tre tipologie di strumento: il *credit default swap* (che in seguito procederemo brevemente a descrivere), il *credit spread swap* e il *total rate of return swap*.

¹⁵ Marcon, op. cit. p.26.

Sulla base degli **impegni assunti dalle parti** possiamo tornare alla distinzione a cui abbiamo accennato in precedenza tra derivati simmetrici e derivati asimmetrici.

Negli strumenti finanziari derivati simmetrici, o **forward-based** (come futures, forwards e swaps), le parti, al momento della stipula del contratto, individuano le condizioni di una transazione futura che sicuramente avverrà in quanto saranno costrette ad adempiere agli obblighi che si sono assunte. Nello specifico, una parte assume il ruolo di venditore a termine (assume una “posizione corta” – *short position*) e l'altra assume il ruolo di compratore a termine (assume una “posizione lunga” – *long position*).

Si parla di contratti simmetrici in quanto al guadagno di una parte corrisponde una perdita dell'altra parte. Sono dei contratti a somma zero nei quali il rischio grava in modo equivalente sui due contraenti.

Nel caso invece di strumenti finanziari derivati asimmetrici, o **option-based** (come tutti i contratti di opzione), le parti, al momento della sottoscrizione del contratto, individuano le condizioni di una transazione futura che potrà aver luogo. Questi contratti si caratterizzano per la mancata corrispondenza tra la perdita di una parte e il guadagno dell'altra. In questi contratti è infatti facoltà di una delle parti decidere, a data prefissata, se effettuare o meno l'operazione di compravendita stabilita nel contratto. Si parla di derivati asimmetrici perché il venditore dell'opzione è esposto a perdite potenzialmente illimitate in quanto subisce la decisione dell'altra parte e può ottenere un guadagno al massimo limitato al premio ricevuto al momento della sottoscrizione. Per l'acquirente dell'opzione invece, nel caso in cui il mercato volga a suo favore, il guadagno risulta potenzialmente illimitato. Le perdite risultano limitate perché, nel caso in cui il mercato si muova in direzione opposta rispetto a quanto da lui previsto, potrà decidere di non esercitare il suo diritto di opzione limitandosi a perdere il premio pagato al momento della sottoscrizione.

Altro criterio in base al quale operare un classificazione degli strumenti finanziari derivati riguarda il **mercato di negoziazione**.

Infatti gli strumenti finanziari derivati possono essere scambiati all'interno di mercati regolamentati (o organizzati) o in mercati non regolamentati (denominati *over the counter* – *OTC*).

I mercati regolamentati sono caratterizzati dall'esistenza di regole riguardanti i soggetti che vi operano, coloro che vi esercitano il controllo, i beni oggetto degli scambi, la struttura dei contratti e le modalità di formazione dei prezzi.

I derivati negoziati in mercati regolamentati sono strumenti finanziari i cui termini sono standardizzati per quanto riguarda le scadenze, l'ammontare, la tipologia di sottostante e le modalità di consegna. In questi contratti il rischio di controparte è pressochè inesistente grazie alla presenza di una *clearing house* (camera di compensazione) che si pone come controparte negoziale, assicura la compensazione e il buon fine delle operazioni, contabilizza e liquida, su base giornaliera, i profitti e le perdite conseguiti dagli operatori.¹⁶

Nell'attuale contesto di mercato, l'utilizzo di strumenti derivati standard trattati in mercati regolamentati è una prerogativa di soggetti in grado di gestire in modo consapevole il rischio di base che deriva da tale operatività (aziende di grandi dimensioni o soggetti specializzati).

All'interno dei mercati non regolamentati invece non ci sono regole standard e i contratti sono perfezionati sulla base di accordi bilaterali.

I derivati OTC infatti sono più flessibili, creati ad hoc per esigenze specifiche, e possono quindi avere le caratteristiche più diverse. Risultano però inefficienti dal punto di vista del profilo della liquidità, nel caso in cui si volesse smobilizzare l'investimento successivamente alla data di stipula. Tali contratti inoltre possono essere regolati solo a scadenza, non sono assistiti da un'informativa di mercato ufficiale e portano con sé un rischio di controparte consistente non esistendo una camera di compensazione e non essendo previsto alcun margine di garanzia.

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.

¹⁶ Consob, Gli strumenti finanziari, allegato tecnico.

1.4. LE TIPOLOGIE CONTRATTUALI

1.4.1. Gli swaps

Uno *swap* è un accordo privato mediante il quale due contraenti convengono di scambiarsi, a una o più date future prefissate, dei flussi finanziari calcolati applicando diversi parametri ad uno stesso nozionale di riferimento. 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.

Il campo dei parametri sottostanti usati è molto ampio. Essi possono essere rappresentati da un tasso di interesse, un tasso di cambio, il merito di credito, azioni, merci, indici azionari, crediti ecc. e influenzano in modo determinante le caratteristiche del contratto, che può assumere, nella prassi, svariate forme.

Gli swaps sono tipicamente contratti OTC, essendo negoziati tra un'impresa ed un intermediario al di fuori dei mercati regolamentati. Pertanto, la strutturazione del contratto non segue regole di struttura standardizzate e le parti possono adeguare lo strumento alle proprie esigenze e coprire le posizioni più diverse.

Nel caso in cui le oscillazioni delle variabili di mercato rendano non più conveniente uno swap precedentemente negoziato, le parti (o una di esse) si trovano di fronte a tre alternative:

- 1) stipulare uno swap che generi flussi di segno opposto rispetto al precedente con una controparte diversa da quella originaria, duplicando però in tal modo la propria esposizione al rischio;
- 2) identificare un soggetto con le medesime esigenze che sia disposto a subentrare nel contratto, previo consenso della controparte, e cedere così il contratto di swap;
- 3) negoziare uno swap di segno opposto con l'originario contraente.¹⁷

In base alla variabile sottostante, che, come abbiamo detto, può essere di vario tipo, possiamo distinguere alcune tipologie di swap, anche se non vi sono limiti alla varietà di swap che si possono inventare.

¹⁷ Marcon, op. cit. p. 62-63.

1.4.1.1. Gli swaps sui tassi di interesse: gli interest rate swaps

Per quanto riguarda gli swap sui tassi di interesse, molto diffusi sono gli *interest rate swaps (IRS)*.

L'IRS è un contratto con il quale un soggetto (*fixed rate payer*) si impegna a pagare a un altro soggetto, per un certo periodo di tempo, a date prestabilite e in base ad un nozionale di riferimento (che non viene scambiato), un tasso fisso predeterminato. A sua volta, l'altro soggetto (*floating rate payer*) si impegna a pagare un tasso di interesse variabile da applicare allo stesso nozionale per determinare il valore da corrispondere.¹⁸ Nello strumento in questione, il nozionale non viene mai scambiato.

Un contratto IRS è quindi tipicamente caratterizzato dai seguenti elementi:¹⁹

- 1) la data in cui il contratto inizia a produrre effetti (*effective date*) e la data di scadenza del contratto (*termination date*);
- 2) l'ammontare del capitale di riferimento per il calcolo degli interessi (nozionale), base per la determinazione dei flussi di denaro da versare alla controparte, che tuttavia non viene scambiato;
- 3) la periodicità dei pagamenti, ossia il profilo temporale della liquidazione dei flussi monetari;
- 4) il parametro di indicizzazione, ossia il parametro sulla base del quale calcolare il tasso variabile di riferimento. Mentre il tasso fisso rimane immutato per tutta la durata del contratto, il tasso variabile è agganciato ad un parametro di mercato (es. Euribor, USD Libor, ecc.) rilevato in date prestabilite.

Spesso il tasso variabile di riferimento degli IRS è il LIBOR. Si tratta del tasso offerto dalle banche sui depositi di altre banche nel mercato delle Eurovalute; è il tasso di riferimento per prestiti negoziati nei mercati internazionali e dipende dalle negoziazioni tra banche e dalle condizioni economiche.

- 5) le date in cui procedere alla rilevazione del tasso variabile. Al fine di permettere al *floating rate payer* di adempiere al pagamento, risulta indispensabile determinare il momento in cui il tasso variabile deve essere rilevato. Generalmente il tasso variabile osservato in un certo periodo viene preso come riferimento per la

¹⁸ Pisoni, Bava, Busso, Devalle, op. cit. p. 502

¹⁹ Fondazione Aristeia, Gli swap nella gestione dei rischi, documento n.13, febbraio 2003.

determinazione degli interessi da corrispondere nel periodo successivo (si parla quindi, nella maggior parte dei casi, di determinazione del tasso di interesse *in advance*).

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:

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

- la gamba a tasso variabile:

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

Ciascun flusso di pagamenti è quindi il risultato del prodotto del tasso di interesse (fisso o variabile a seconda della posizione del contraente), del nozionale di riferimento e del numero di giorni effettivi intercorrenti tra ogni periodo di tempo considerato.

Lo swap infatti prevede flussi in entrata e in uscita per entrambe le parti. Se le date di regolamento dei flussi di interesse coincidono, di norma la liquidazione avviene per differenza (il cosiddetto “*netting*”) e le parti si scambiano un importo pari alla differenza tra la gamba a tasso fisso e la gamba a tasso variabile. In particolare, in questo caso, alla data del pagamento, si procederà al versamento da parte del soggetto a debito, ossia, chi avrebbe dovuto incassare il flusso minore versa alla controparte la differenza tra il flusso in uscita e quello in entrata.

In genere, l'obiettivo perseguito con la stipula di uno swap è quello di immunizzarsi dal rischio di tasso, trasformandolo in un elemento certo e/o controllabile al fine di proteggere il valore aziendale tutelando il valore della attività o contenendo il valore delle passività dagli effetti di oscillazione del livello dei tassi.

Un'azienda infatti potrebbe essere esposta al rischio di oscillazione dei tassi di interesse nel caso in cui avesse ottenuto un finanziamento a tasso variabile. Se i tassi di mercato aumentassero, infatti, l'azienda in questione potrebbe trovarsi a pagare degli interessi sul finanziamento di gran lunga più elevati rispetto a quanto inizialmente accordato. Nel

caso in cui preveda un aumento dei tassi di interesse, potrebbe decidere di stipulare un IRS *fixed-payer* della stessa durata del finanziamento in essere per contenere il valore delle sue passività, assumendo dunque una posizione rialzista.

Supponiamo che l'azienda abbia in essere un finanziamento per 5 anni a tasso variabile, Libor a 6 mesi, e tema che il suo indebitamento possa diventare sempre più oneroso, sulla base di aspettative di un rialzo dei tassi.

Essa può quindi stipulare un contratto di IRS a 5 anni (stessa durata del finanziamento) mediante il quale incassa il tasso variabile Libor a 6 mesi e paga un tasso fisso prefissato.

L'azienda assume quindi una posizione rialzista, nel senso che teme l'aumento del livello dei tassi di interesse; la controparte invece, assumerà una posizione ribassista.

Se poi effettivamente il livello dei tassi di interesse aumenta, la posizione complessiva dell'indebitamento risulterà immunizzata grazie alla stipula del derivato; se invece ciò non avviene, la sottoscrizione del derivato sarà risultata sconveniente.

Diversamente, nel caso di indebitamento acquisito a tasso fisso, la nostra azienda potrebbe decidere di acquistare un IRS *fixed-receiver* grazie al quale paga il variabile e riceve il fisso.

Supponendo che abbia in essere un finanziamento a 5 anni al tasso fisso del 6% ma desideri sfruttare le aspettative di un ribasso del livello dei tassi di interesse, potrà quindi stipulare un IRS a 5 anni con il quale incassa il tasso fisso del 6% (che dovrà comunque pagare sul finanziamento) e paga alla controparte il tasso variabile (secondo le aspettative inferiore). In questo caso la nostra azienda assume una posizione ribassista.

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.

Combinando i 5 elementi che caratterizzano un IRS è possibile individuare diverse tipologie di IRS, con livelli di articolazione e complessità crescenti.

La forma di IRS standard, quella che abbiamo trattato finora, viene detta “*plain vanilla*” ed è la fattispecie più semplice. Questa forma base però può essere variata in base alle esigenze specifiche del soggetto sottoscrittore.

Con riferimento alla **data di inizio** degli effetti del derivato, di norma, in un derivato *plain vanilla*, gli effetti iniziano a prodursi due giorni dopo la stipula del contratto. Tuttavia, le due controparti possono stabilire un arco temporale maggiore decorso il quale tali effetti iniziano a prodursi. In questo caso si parla di *forward swap* o *deferred swap*.

Con riferimento al **capitale nozionale**, nell’IRS esso rimane costante per tutta la durata del contratto. Vi possono essere comunque degli swaps con capitale nozionale variabile. Infatti troviamo casi in cui questo va diminuendo nel corso del tempo (ad esempio in base ai piani di rimborso del finanziamento coperto) e, a tal proposito, si parla di *amortizing swaps*. Al contrario, nel caso in cui si preveda un finanziamento crescente, il nozionale può aumentare nel corso della vita del contratto (ad esempio nel caso di un piano di utilizzo progressivo del finanziamento) e in questo caso usiamo parlare di *accreting swaps* o *step-up swaps*.

Se prendiamo a riferimento la variabile **tasso**, come abbiamo visto, il *plain vanilla swap* prevede lo scambio periodico dei pagamenti tra le due parti con flussi riferiti ad un tasso fisso e a uno variabile. Vi è poi il *basis swap* in cui lo scambio periodico dei pagamenti tra le parti avviene sulla base di due tassi variabili. In particolare uno dei due tassi variabili può riferirsi a segmenti di mercato diversi (ad esempio il tasso dei BOT) o a parametri di riferimento diversi (tassi Libor dollaro, tassi di inflazione, ecc.) o a periodi temporali diversi (es. Euribor a 3 mesi contro Euribor a 12 mesi) o una combinazione tra questi (ad esempio Euribor a 3 mesi contro tasso inflazione).

Con riferimento al **momento di rilevazione del tasso variabile** preso a riferimento per il calcolo dei flussi, come abbiamo detto, il caso standard è quello dell’*advance swap*. Al contrario, però, nell’*arrears swap*, la rilevazione del tasso variabile di riferimento per un determinato periodo viene effettuata alla fine del periodo stesso.

Un altro esempio di swap che si discosta dalla forma standard è quello dell’*accrual swap*, in cui il pagamento dei flussi finanziari determinati in base al tasso fisso avviene solo se il tasso variabile di riferimento si mantiene entro un certo livello predeterminato.

1.4.1.2. Gli swaps sui tassi di cambio: i currency swaps e i cross currency interest rate swaps

Per quanto riguarda gli swaps sui tassi di cambio, gli strumenti più semplici sono i *currency swaps*, contratti in cui le parti convengono lo scambio di somme periodiche in due diverse valute, 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 (*fixed-for-fixed*).

In particolare, il contratto in questione prevede:

- 1) lo scambio iniziale e reciproco di due importi (nozionali) denominati in valute diverse ma di equivalente valore;
- 2) l'effettuazione di una serie di pagamenti predeterminati e denominati nelle divise ricevute inizialmente;
- 3) la restituzione, alla scadenza del contratto, dell'importo inizialmente ricevuto.

Il *currency swap* dunque consiste in un'operazione di cambio a pronti e in un'operazione di cambio a termine grazie alle quali due soggetti, aventi rapporti di uguale importo ma in valute diverse, si proteggono dal rischio di una variazione sfavorevole dei tassi di cambio fissando il loro futuro esborso o incasso.

Tra le più comuni varianti ricordiamo:

- i *fixed-for-floating swaps*, o *cross-currency swaps*, nei quali le parti convengono lo scambio di un tasso di interesse fisso in una data valuta, con un tasso di interesse variabile in una valuta diversa;
- i *domestic currency swaps (DCS)* con la cui stipula i contraenti convengono di versare o riscuotere a un'unica data prestabilita (e questo li distingue dai normali swaps) un importo pari al differenziale tra il tasso di cambio contrattuale e quello corrente alla scadenza dell'operazione. In particolare l'acquirente si impegna a versare l'eventuale differenza positiva tra il tasso contrattuale e il tasso di riferimento; al contrario, il venditore di un DCS (tipico è il caso degli esportatori che intendono proteggersi da eventuali apprezzamenti della valuta nazionale) verserà l'eventuale differenza positiva tra il tasso di cambio corrente alla scadenza e

il tasso stabilito contrattualmente e incasserà il differenziale qualora la valuta estera si deprezzi²⁰;

- i *floating-for-floating swaps*, nei quali un tasso di interesse variabile in una valuta viene scambiato con un tasso di interesse variabile in una valuta diversa;
- i *differential swaps*, in cui il tasso di interesse variabile riferito a una determinata valuta viene applicato al nozionale denominato in una valuta diversa.

Sulla base dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati riscontrato nello svolgimento dell'indagine empirica che vedremo nel terzo capitolo di questo elaborato, riteniamo utile descrivere anche i *cross currency interest rate swaps* (CCIRS) che, nonostante appartengano 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 cross currency interest rate swaps 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'interest rate swap, 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

²⁰ Marcon, op. cit. p.62.

condizioni, per poi trasformarlo in un debito espresso in una diversa valuta, ad esempio la valuta che si incassa a seguito di transazioni commerciali internazionali²¹.

1.4.1.3. Gli asset swaps

Un'azienda può usare gli swaps anche come strumenti per trasformare un'attività che offre un tasso fisso in un'attività che offre un tasso variabile (nel caso in cui assuma una posizione rialzista), o per trasformare un'attività che offre un tasso variabile in una che offre un tasso fisso (nel caso in cui si aspetti una riduzione del livello dei tassi di interesse). Nel caso in cui lo swap sia usato per trasformare attività si parla di *asset swap*.

Gli asset swaps sono contratti in cui due parti si scambiano flussi di pagamenti periodici liquidati sulla base dell'andamento di un titolo obbligazionario detenuto da una di esse, che, di regola, è un'obbligazione a tasso variabile. Il detentore dell'obbligazione, attraverso la stipulazione di un asset swap, può scambiare questo tasso variabile ad essa collegato con un tasso fisso.

Nella variante denominata *reverse asset swap*, l'obbligazione sottostante è a tasso fisso e, grazie al derivato, è possibile scambiare questo tasso fisso con un tasso variabile.

In altri termini, il soggetto che detiene l'obbligazione (*asset swap buyer*) corrisponde l'interesse ad essa connesso, fisso o variabile, all'altro soggetto (*asset swap seller*) che, a sua volta, corrisponde un interesse di natura opposta (variabile o fisso rispettivamente).

Nel caso di *default* del titolo obbligazionario, l'*asset swap buyer* cesserà di pagare, mentre l'*asset swap seller* continuerà a corrispondere l'interesse pattuito nel contratto.

Questi strumenti quindi hanno una duplice funzione: da un lato consentono di scambiare un tasso fisso con un tasso variabile (e in ciò risultano assimilabili agli IRS), dall'altro consentono al possessore di un'obbligazione di coprirsi dal rischio di default.²²

²¹ www.borsaitaliana.it

²² www.consob.it

1.4.1.4. Gli equity swaps

Come abbiamo già detto, le variabili sottostanti a un contratto swap possono essere le più svariate.

Nel caso in cui il sottostante sia rappresentato da azioni, si parla di *equity swap*. Con questa tipologia di contratto, le parti si scambiano i dividendi e i guadagni in conto capitale (derivanti dalle variazioni di fair value) relativi a un determinato titolo azionario contro un tasso di interesse fisso o variabile.

Il regolamento può avvenire senza l'effettivo scambio dei titoli sottostanti (*net cash settlement*) oppure attraverso il trasferimento delle stesse in cambio di una somma di denaro (*physical settlement*).²³

1.4.1.5. I commodity swaps

Nel caso in cui, invece, il sottostante sia costituito da merci, si parla di commodity swap, ed è questo un contratto attraverso il quale le parti si scambiano il valore di determinate merci.²⁴

1.4.1.6. I credit default swaps (CDS)

L'ultima tipologia di swap che andiamo a descrivere appartiene alla categoria dei derivati creditizi. I *credit default swaps (CDS)* infatti sono strumenti attraverso i quali un soggetto (*protection buyer*), a fronte di pagamenti periodici a favore della controparte (*protection seller*) si cautela dal rischio di credito su una specifica emissione, o su un emittente, o su un portafoglio di strumenti finanziari, o su una combinazione degli stessi.

Elementi che generalmente vengono definiti nella stipula di un CDS sono:

²³ Pisoni, Bava, Busso, Devalle, op. cit. p. 503

²⁴ Idem.

- 1) il nozionale, generalmente corrispondente al valore nominale del sottostante, sulla base del quale vengono calcolati i flussi a favore del protection seller;
- 2) l'importo di ogni pagamento, calcolato applicando un tasso fisso al nozionale;
- 3) la periodicità dei pagamenti e la scadenza del contratto;
- 4) gli eventi dai quali ci si vuole cautelare.

Al verificarsi degli eventi individuati contrattualmente è possibile procedere al regolamento in due modi:

- il protection seller versa alla controparte il valore nominale (o il valore contrattualmente definito) dello strumento finanziario oggetto di CDS al netto del valore di mercato dello stesso. A questo punto il protection buyer cessa il versamento dei pagamenti periodici;
- il protection seller versa alla controparte il valore nominale (o quello contrattualmente definito) dello strumento oggetto di CDS e la controparte cessa il versamento dei pagamenti periodici consegnando il sottostante.²⁵

1.4.2. I contratti a termine: forwards e futures

Un contratto a termine è un accordo tra due controparti per la consegna di una determinata quantità di un certo sottostante a un prezzo (prezzo di consegna) e a una data (data di scadenza o *maturity date*) prefissati.

Nei contratti a termine, una parte assume una posizione lunga (*long position*) impegnandosi ad acquistare il sottostante ad una data futura a un certo prezzo; al contrario, l'altra parte assume una posizione corta (*short position*), impegnandosi a vendere l'attività allo stesso prezzo. Quest'ultimo è stabilito dalle parti al momento della stipula del contratto sulla base del valore corrente del sottostante e delle aspettative delle parti in merito all'andamento futuro dello stesso. Com'è facile intuire, le parti maturano aspettative opposte sulle variazioni di valore del sottostante e, per questo motivo, sono disposte ad acquistare/vendere l'attività ad un prezzo prefissato, che, alla scadenza, risulterà superiore o inferiore al valore corrente. In particolare, qualora il valore corrente, alla scadenza, risulti superiore al prezzo fissato

²⁵ Consob, Gli strumenti finanziari, allegato tecnico

contrattualmente, l'acquirente avrà tratto vantaggio dalla stipula del contratto a termine; viceversa, il contratto a termine risulterà conveniente per il venditore.

Il sottostante può essere rappresentato da azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari e merci.

All'interno della categoria dei contratti a termine troviamo due tipologie di strumenti: i *forwards* e i *futures*.

Un *forward* è un accordo mediante il quale due controparti si impegnano a scambiarsi un'attività sottostante a una data futura ad un prezzo prefissato (prezzo a termine o *forward price*).²⁶

Nei contratti forward entrambe le parti hanno l'obbligo (e non l'opzione) del futuro scambio e l'esecuzione può comportare la consegna del sottostante oppure il regolamento del differenziale. Lo scambio può avvenire solo alla scadenza e, trattandosi di derivati simmetrici, non è previsto il pagamento di alcun premio per entrare nel contratto.

I contratti forward possono avere come sottostante qualsiasi attività (titoli di debito, azioni, merci, ecc.), ma i più diffusi hanno come underlying i tassi di cambio su valute.

I forwards vengono scambiati esclusivamente al di fuori dei mercati regolamentati e sono caratterizzati, dunque, dalla piena libertà nella definizione della natura del sottostante, della durata del contratto, della dimensione del contratto e delle condizioni di consegna. Questo permette una certa flessibilità e coerenza rispetto alle esigenze specifiche dei contraenti ma porta con sé i rischi di insolvenza della controparte e l'impossibilità di chiusura anticipata dell'operazione.²⁷

Anche i contratti *future* sono contratti a termine in cui una parte assume l'obbligo di comprare o vendere un quantitativo standard di una specifica attività sottostante (attività finanziarie o merci) ad una certa data futura e ad un prezzo prestabilito. Possiamo distinguere tra *futures su commodities* (come oro, petrolio, caffè, ecc.) e *financial futures* (su strumenti finanziari).

A differenza dei contratti forward, però, i futures sono contratti standardizzati che vengono scambiati su mercati regolamentati e presentano quindi delle caratteristiche standard.

²⁶ G. Gardenal, *Slide corso "Politiche finanziarie e strategie di investimento"*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

²⁷ Idem.

Dal momento che i contraenti non necessariamente si conoscono, la Borsa mette a disposizione un meccanismo che assicura che il contratto verrà onorato²⁸. Questi contratti infatti non presentano un rischio di controparte grazie all'esistenza della camera di compensazione che, al termine di ogni seduta, liquida guadagni e perdite e all'imposizione di un margine iniziale di garanzia.

Futures e forwards possono combinarsi allo stesso modo con le diverse variabili sottostanti, dando luogo così a diverse tipologie di contratti a termine: futures su cambi (currency futures), futures su tassi di interesse, futures su commodities (commodity futures); forwards su cambi (currency forwards), forwards su tassi di interesse (FRA) e forwards su commodities (commodity forwards).

Procederemo ora a descrivere brevemente le tipologie di contratti a termine più utilizzate.

1.4.2.1. I forward rate agreements (FRA)

Tra i più comuni contratti a termine ricordiamo i *forward rate agreements (FRA)*, la cui variabile sottostante è il tasso di interesse.

Un FRA è un contratto mediante il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere ad una data prefissata, un certo importo sulla base dell'andamento di un certo tasso contrattuale.²⁹

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 trasformare i tassi variabili futuri da incerti a certi, in modo tale da riuscire a pianificare meglio l'attività aziendale. Per certi aspetti dunque un FRA potrebbe risultare simile ad uno swap. Tuttavia, normalmente, i contratti FRA vengono utilizzati per trasformare i tassi variabili futuri di breve e medio periodo e vengono quindi negoziati su orizzonti la cui durata massima è di 24 mesi; gli swaps invece vincolano l'azienda per orizzonti temporali più lunghi.

²⁸ J. C. Hull, *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson, ed. 2012, p.6.

²⁹ G. Gardenal, *Slide corso "Politiche finanziarie e strategie di investimento"*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

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).

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 FRA e la data di rilevazione del tasso variabile di riferimento (*fixing*);
- 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).³⁰

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: $100.000 \times 0.04 \times 6/12 = 2.000$;*
- *incassa dal FRA: $100.000 \times 0.06 \times 6/12 = 3.000$;*
- *paga sul FRA: $100.000 \times 0.04 \times 6/12 = 2.000$.*

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.³¹

³⁰ Idem.

³¹ C. Segatto, *La gestione dei rischi aziendali e l'Enterprise Risk Management. Il caso italiano*. Tesi di laurea magistrale in amministrazione finanza e controllo, A.A. 2012/2013.

1.4.2.2. I contratti a termine su tassi di cambio: i currency forwards e i currency futures

Molto comuni sono i *currency forwards*. I forwards infatti risultano dei validi strumenti per la gestione del rischio di cambio e, grazie alla sottoscrizione degli stessi, due soggetti possono fissare il tasso al quale scambiare una somma di denaro, a data futura, in una valuta diversa da quella nazionale. L'acquirente del contratto forward in questo caso beneficerà di un apprezzamento della valuta; il venditore, al contrario, beneficerà di un deprezzamento della valuta.

All'interno di questa categoria meritano di essere citati i *knock forwards*, contratti che, oltre a prevedere il tasso di cambio a termine, individuano un tasso limite, oltre il quale non si è più obbligati ad adempiere all'obbligazione, limitando in tal modo il rischio che il tasso di riferimento sia di gran lunga diverso dal tasso contrattuale, generando ingenti guadagni per una parte e rilevanti perdite per l'altra parte.

Altra particolare sottocategoria è quella dei *flexible forwards*. Si tratta di contratti molto onerosi in quanto attribuiscono la possibilità, per tutta la durata del contratto, di richiedere la conversione anticipata della somma di denaro oggetto del contratto.³²

Come i *currency forwards*, anche i *currency futures* permettono di coprirsi dal rischio di cambio fissando a priori un tasso di cambio a termine ma presentano delle scadenze standardizzate. Anche in questo caso, il contratto può concludersi con la consegna del sottostante o, nel caso in cui sia stato sottoscritto a fini speculativi, con la sottoscrizione di un contratto di segno opposto per regolare le posizioni in essere.

1.4.2.3. I commodity futures

Per la copertura del rischio di prezzo delle materie prime possono essere utilizzate entrambe le categorie di contratti a termine. Tuttavia, a tal fine, risultano più usati i contratti futures che, grazie alla standardizzazione delle tipologie contrattuali, garantiscono una maggior tutela ai contraenti.

³² Idem.

Come accennato, i *commodity futures* sono tra i derivati più usati per coprirsi dal rischio di variazione dei prezzi delle materie prime. Come i forwards prevedono lo scambio del sottostante a termine, ma in questo caso godono di caratteristiche standard e sono negoziati su mercati organizzati. L'acquirente del future si aspetterà un aumento dei prezzi mentre il venditore si aspetterà una riduzione dei prezzi.

Questi contratti sono spesso usati anche solo a fini speculativi e in questo caso, alla scadenza del contratto, si assisterà solo alla regolazione delle posizioni in essere e non allo scambio effettivo del sottostante.

1.4.3. 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) di acquistare (nel caso di opzione *call*) o vendere (nel caso di opzione *put*) a (o entro) una certa data futura prefissata (*expiration date*) uno specifico bene sottostante a un prezzo fissato contrattualmente (*strike price*).³³

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, mediante le opzioni *call* l'acquirente acquista il diritto di comprare a una certa data futura una determinata attività a un prezzo prefissato. Nel caso in cui l'acquirente decida di esercitare l'opzione, il venditore sarà obbligato a vendere l'attività al prezzo stabilito.

Viceversa, nel caso di opzione *put*, l'acquirente acquista il diritto di vendere, a una data futura, a un prezzo prefissato, una certa attività ed, anche in questo caso, il venditore dell'opzione *put*, sarà obbligato, nel caso in cui l'acquirente decida di far valere il suo diritto, ad acquistare l'attività sottostante l'opzione.

Come appare intuibile, gli elementi base di un contratto di opzione sono:

³³ G. Gardenal, *Slide corso "Politiche finanziarie e strategie di investimento"*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

- il bene sottostante (underlying) che può assumere varie configurazioni (titoli, beni, indici, valute, tassi di interesse);
- il prezzo al quale avverrà eventualmente la transazione;
- la data ai fini dell'esercizio della facoltà;
- il prezzo pagato a pronti dall'acquirente (premio).

Le opzioni vengono negoziate sia in Borsa sia nei mercati over the counter.

Per quanto riguarda le modalità di esercizio del diritto di opzione, dobbiamo distinguere tra *opzioni europee*, nelle quali l'esercizio della facoltà può avvenire solo a scadenza, e *opzioni americane*, che possono essere esercitate in qualsiasi momento entro la data di scadenza.³⁴

Come già spiegato, i contratti di opzione presentano un *pay-off* asimmetrico in quanto l'acquirente dell'opzione può subire delle perdite limitatamente al premio pagato e ottenere dei profitti potenzialmente illimitati (in caso di apprezzamento illimitato del sottostante per l'opzione call o di ribasso illimitato dello stesso nel caso di opzione put). Al contrario, il venditore dell'opzione può subire delle perdite potenzialmente illimitate e ottenere dei profitti limitati al premio incassato.

In particolare, l'acquirente dell'opzione call, anche se esercita il suo diritto quando il prezzo del sottostante (S) è superiore allo strike price (X), ottiene un guadagno solo se la differenza tra i due prezzi (S-X) è tale da consentirgli di recuperare il premio pagato (P), ossia quando $(S-X) > P$. D'altro lato, il venditore di una call consegue un utile se il prezzo del sottostante (S) è inferiore al prezzo di esercizio (X), maggiorato del premio, ossia quando $(X+P) > S$. Se il prezzo del sottostante (S) cresce oltre tale livello, il venditore/emittente della call subisce delle perdite potenzialmente illimitate. In altri termini, possiamo dire che l'acquirente di un'opzione call si aspetta dei significativi aumenti del prezzo della variabile sottostante, tali da recuperare anche il costo del premio pagato. Il venditore di una call invece, non si attende dei significativi ribassi del prezzo del sottostante, essendo per lui sufficiente che tale prezzo non sia superiore allo strike price.

Viceversa, l'acquirente di un'opzione put consegue un profitto se il prezzo corrente del sottostante (S) è inferiore al prezzo di esercizio, dedotto il premio pagato, ossia quando $(X-S) > P$; tale profitto risulta massimo quando il valore corrente del sottostante è nullo,

³⁴ Idem.

mentre, al crescere del valore del sottostante oltre tale livello sopporta una perdita, che comunque è al massimo pari al premio pagato. All'opposto, il venditore di un'opzione put realizza un profitto se il prezzo del sottostante (S) è superiore al prezzo di esercizio, diminuito del premio, ossia $S > (X - P)$. L'utile massimo per il venditore di una put è quindi dato dal premio incassato, che ottiene quando l'opzione non viene esercitata dall'acquirente; la perdita massima per il soggetto in questione invece è pari alla differenza tra lo strike price e il premio incassato (X-P) e si verifica nell'ipotesi in cui il prezzo corrente del sottostante (S) si azzerà. In altri termini, l'acquirente di un'opzione put ha delle aspettative di significativi ribassi del valore del sottostante, tali da permettere anche il recupero del premio pagato; l'emittente invece non ha forti aspettative di rialzo del prezzo del sottostante, essendo per lui sufficiente che il prezzo di quest'ultimo non sia inferiore allo strike price.³⁵

Sulla base della relazione che intercorre tra il valore di mercato del sottostante alla data di scadenza e il prezzo di esercizio (strike price), un'opzione può essere definita “*at the money*”, “*in the money*”, o “*out of the money*”. Si parla di opzione *at the money* quando il prezzo di esercizio dell'opzione è uguale al prezzo di mercato (prezzo *spot*); in questo caso esercitare l'opzione dà un profitto pari a zero. Si parla di opzione *in the money* quando il prezzo di mercato è superiore al prezzo di esercizio per un'opzione call e inferiore nel caso di opzione put; in questo caso esercitare l'opzione dà un profitto positivo. Infine, si parla di opzione *out of the money* quando il prezzo di esercizio supera il prezzo corrente per un'opzione call o è inferiore ad esso nel caso di opzione put; in questa circostanza esercitare l'opzione dà un pay-off negativo.³⁶

Il valore teorico che l'opzione assume prima della scadenza, in altre parole il premio, dipende da molteplici variabili. Tralasciando momentaneamente i complicati modelli matematici per la determinazione di tale valore (modelli di *option pricing*) e concentrandoci su alcune considerazioni intuitive, possiamo dire che il valore del premio dipende, almeno in parte dalla relazione tra il prezzo di mercato della variabile sottostante e il prezzo di esercizio.

In particolare, il valore teorico di un'opzione call è direttamente proporzionale al livello raggiunto dal prezzo di mercato del sottostante e inversamente proporzionale al prezzo

³⁵ Marcon, op. cit. p.66-67.

³⁶ Ibidem, p. 65.

di esercizio. Infatti, più il prezzo corrente del sottostante aumenta rispetto al prezzo di esercizio dell'opzione e più l'acquirente avrà interesse ad esercitare quell'opzione.

Diversamente, il valore teorico di una put è inversamente proporzionale rispetto al prezzo di mercato e direttamente proporzionale rispetto allo strike price. Più il prezzo di mercato scende rispetto allo strike price e più l'acquirente di un'opzione put avrà interesse a vendere l'attività sottostante al prezzo stabilito contrattualmente (lo strike price appunto).

Una delle due componenti di cui è costituito il premio è data quindi proprio dalla differenza positiva tra prezzo di mercato e prezzo di esercizio per un'opzione call e tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato per un'opzione put, detta “*valore intrinseco*” dell'opzione. Appare intuitivo dunque che il valore intrinseco di un'opzione in the money è sempre positivo mentre quello di un'opzione at the money o out of the money è nullo.

L'altra componente invece è data dal cosiddetto “*valore temporale*” dell'opzione (o *time value*) che rispecchia le attese dei contraenti in merito alle oscillazioni del valore delle attività sottostanti l'opzione. Questo valore temporale dipende da 3 fattori:

- 1) innanzitutto risente della volatilità del prezzo del parametro sottostante. Infatti, quanto più esso è volatile, tanto maggiore è la probabilità che si muova significativamente e consenta all'acquirente dell'opzione di ottenere un ingente guadagno dall'esercizio della stessa;
- 2) in secondo luogo dipende dalla vita residua dell'opzione. Quanto più questa è lunga, ossia maggiore è il periodo temporale che manca alla scadenza, maggiore è la probabilità che l'opzione diventi conveniente;
- 3) infine, anche il livello dei tassi di interesse influisce indirettamente sul valore temporale dell'opzione. Infatti, più alti sono i tassi, più basso sarà il valore attuale dello strike price e ciò contribuirà ad aumentare il valore di un'opzione call e a diminuire il valore di un'opzione put.

È facile comprendere quindi, come anche le opzioni dal valore intrinseco nullo, come le opzioni at the money e out of the money, possano avere un valore del premio positivo, dato interamente dal valore temporale, che rispecchia la probabilità che le stesse diventino in the money prima della data di scadenza.³⁷

³⁷ Ibidem, p.68.

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.

Le opzioni permettono di speculare anche sull'incremento o decremento della volatilità dello stesso valore. In particolare, l'acquisto di un'opzione rispecchia aspettative rialziste sulla volatilità del sottostante mentre la vendita di un'opzione rispecchia aspettative di decremento della volatilità del valore del sottostante.

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. Di conseguenza, la copertura mediante opzioni risulta più svantaggiosa rispetto alla copertura attraverso contratti simmetrici, sia nel caso in cui si verifichi il rischio temuto (dato il pagamento del premio), sia nell'ipotesi in cui la variazione favorevole della variabile coperta sia inferiore all'entità del premio pagato.

In sostanza, la strategia di copertura mediante l'acquisto di opzioni si dimostra utile nel caso di variabili finanziarie che presentano un'elevata volatilità; viceversa, la copertura mediante la vendita di opzioni si usa nel caso di previsioni di lievi oscillazioni della posta coperta ma si tratta di una copertura estremamente rischiosa. Infatti, nel caso in cui l'elemento coperto subisca ingenti e sfavorevoli oscillazioni di valore, la copertura si dimostra inefficace essendo il premio incassato insufficiente a compensare tali oscillazioni.³⁸

³⁸ Marcon, op. cit. p.68-69.

1.4.3.1. Le opzioni sui tassi di cambio

Per quanto riguarda il rischio di cambio, al fine di coprirsi da oscillazioni sfavorevoli dei tassi di cambio, gli esportatori e i soggetti che detengono crediti in valuta estera possono acquistare opzioni put sulla valuta estera; al contrario, gli importatori e i soggetti che detengono debiti in valuta non di conto possono annullare il rischio di cambio derivante da un apprezzamento della valuta straniera acquistando opzioni call sulla valuta estera.

1.4.3.2. Le opzioni sui tassi di interesse

Le opzioni risultano degli utili strumenti anche al fine della copertura del rischio di tasso di interesse. In questo caso si parla di *interest rate options*, opzioni la cui variabile sottostante è appunto il tasso di interesse o lo spread tra due tassi di interesse e che permettono di modificare il profilo dei flussi di cassa di un'attività o di una passività finanziaria. Generalmente sono negoziate OTC dalle istituzioni finanziarie e la particolarità che le distingue dagli altri tipi di opzione è la “multiperiodalità”, ossia la possibilità, all'interno di una durata pluriennale, di esercitare l'opzione in più scadenze prestabilite.

Le interest rate options possono essere di tre tipi:

- 1) *opzioni cap*: sono opzioni call che permettono all'acquirente, dietro il pagamento di un premio, di ricevere dal venditore, a date prestabilite, una somma pari alla differenza, se positiva, tra un tasso variabile di riferimento e un tasso fisso predeterminato (*cap rate*). Se questa differenza (*spread*) è nulla o negativa, nulla è dovuto all'acquirente. Si tratta di uno strumento che permette a chi contrae un prestito a tasso variabile di tutelarsi rispetto alla possibilità che i tassi di interesse di mercato superino un certo livello.

Il cap può essere visto come un portafoglio di calls, le cui singole opzioni sono dette *caplets*.³⁹

³⁹ G. Gardenal, *Slide corso “Politiche finanziarie e strategie di investimento”*, tema 5, A.A. 2013/2014. *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013.

Poniamo un semplice esempio.

Supponiamo che un'azienda abbia in essere un finanziamento 1.000.000 € per 5 anni a tasso variabile, Euribor a 6 mesi, con liquidazione semestrale degli interessi e voglia proteggersi da un eventuale rialzo dei tassi. A tal fine supponiamo acquisti un'opzione cap dalle seguenti caratteristiche: tasso variabile di riferimento Euribor a 6 mesi (identico a quello del debito), tasso fisso 4%, liquidazione semestrale, nozionale identico a quello del finanziamento, durata 5 anni (come il finanziamento), premio 1%. Immaginiamo che al termine del primo periodo di riferimento il tasso variabile sia del 6%, dunque superiore al tasso fisso contrattuale. L'acquirente del cap avrà quindi diritto di ricevere un flusso dato da: $(6\%-4\%) \times 1.000.000 \times 180/360 = 10.000$. In tal modo l'azienda riesce a fissare il livello massimo del costo del suo indebitamento. Essa dovrà comunque remunerare il capitale ottenuto a prestito al 6% (sulla base dell'aumento del tasso variabile) ma riceverà il 2% (differenza tra il tasso variabile e il tasso fisso) dal venditore del cap. Complessivamente quindi l'azienda si troverà a pagare il 4%. Se invece il tasso variabile si attesta al di sotto del tasso fisso stabilito contrattualmente, l'acquirente dell'opzione non riceverà nulla ma beneficerà comunque della diminuzione del tasso variabile sul debito.⁴⁰

L'acquisto di un'opzione cap può essere associato anche ad un'attività finanziaria per permettere all'acquirente di garantirsi un rendimento costante e allo stesso tempo beneficiare di eventuali aumenti dei tassi di mercato.⁴¹

- 2) *opzioni floor*: opzioni put che, specularmente alle precedenti, attribuiscono all'acquirente, previo pagamento di un premio, il diritto di incassare dalla controparte la differenza, se positiva, tra il tasso fisso contrattuale (*floor rate*) e il valore del tasso variabile di riferimento a scadenza. Tali strumenti permettono a coloro che hanno effettuato un investimento in una attività o hanno concesso un prestito a tasso variabile di garantirsi un rendimento minimo.

Supponiamo che l'azienda prima considerata abbia investito un capitale di 1.000.000 € al tasso variabile Euribor a 6 mesi e che stipuli un floor con le seguenti caratteristiche: tasso variabile di riferimento uguale a quello

⁴⁰ Marcon, op. cit. p.71.

⁴¹ Idem.

dell'investimento, frequenza di liquidazione semestrale, durata e nozionale identici a quelli dell'investimento, tasso fisso 3%. Supponiamo che il tasso variabile di riferimento vada al 2% (scenda quindi sotto il tasso fisso). L'acquirente del floor dunque otterrà un importo pari a: $(3\%-2\%) \times 1.000.000 \times 180/360 = 5000$. Se invece il tasso variabile supera il floor rate non incassa nulla.⁴²

- 3) *opzioni collar*: sono opzioni composte derivanti dal contemporaneo acquisto di un cap e dalla vendita di un floor, aventi le stesse caratteristiche in termini di nozionale, tasso variabile di riferimento e scadenze, ma strike rates diversi. I collars pongono limiti superiori e inferiori ai tassi di interesse dei prestiti a tasso variabile e possono essere visti come la combinazione di una posizione lunga su un cap e di una corta su un floor.

Grazie all'acquisto di un collar, un soggetto ha diritto di ricevere dal venditore la differenza tra tasso variabile di riferimento e cap rate o, in alternativa, l'obbligo di versare la differenza tra il floor rate e il valore del tasso variabile. In tal modo il rischio di oscillazione del tasso di interesse risulta contenuto entro una banda di oscillazione ritenuta tollerabile dall'azienda.

Il caso più comune di questa combinazione di derivati è l'opzione *zero cost collar*, uno strumento caratterizzato dalla scelta di due strike rates tali da consentire che il costo pagato per l'acquisto del cap venga coperto dall'incasso derivante dalla vendita del floor.

Poniamo un semplice esempio per capire meglio il funzionamento dello strumento in questione.

*Supponiamo che un'impresa acquisti un collar, il cui cap rate è pari al 5% e il floor rate è del 3%. Se alla scadenza il tasso variabile di riferimento si attesta al 6%, l'impresa riceve l'1% (differenza tra il tasso variabile e il cap rate); se si attesta al 2,5% deve pagare lo 0,5% (differenza tra il floor rate e il tasso variabile). Nel caso in cui il tasso variabile di riferimento si attesti tra il cap rate e il floor rate non si assisterà ad alcun flusso di cassa.*⁴³

⁴² Ididem, p.72.

⁴³ Marcon, op. cit. p.72-73.

1.4.3.3. Le opzioni esotiche

Le opzioni call e put, europee o americane che siano, sono derivati standard, o plain vanilla.

Come ci illustra **J. C. Hull** in **“Opzioni, Futures e altri derivati”**, vi è poi un’ampia varietà di strumenti fuori standard, o esotici, negoziati over the counter, creati dagli ingegneri finanziari, che in genere sono molto più flessibili e consentono margini di intermediazione molto più elevati di quelli sui prodotti standard. Le *opzioni esotiche* sono state create dagli operatori per il perseguimento di diversi obiettivi: a volte rispondono a naturali esigenze di copertura; a volte ci sono motivi fiscali, regolamentari, legali; altre volte riflettono la particolare opinione di un soggetto circa il futuro andamento di una variabile di mercato.

Senza entrare nel dettaglio, tra le diverse categorie di opzioni esotiche possiamo citare⁴⁴:

- i *packages* (o pacchetti) che sono portafogli formati da calls europee ordinarie, puts europee ordinarie, contratti forward, denaro contante e la stessa attività sottostante;
- le *opzioni americane fuori standard* che, differentemente dalle opzioni americane ordinarie (nelle quali l’esercizio del diritto di opzione può avvenire in qualsiasi momento e il prezzo d’esercizio rimane sempre lo stesso), prevedono che l’esercizio anticipato rispetto alla data di scadenza sia limitato ad alcune date (e in questo caso si parla di “opzioni Bermuda”), oppure che l’esercizio del diritto di opzione sia consentito solo in una parte della vita dell’opzione, oppure che il prezzo di esercizio dell’opzione cambi nel corso della vita della stessa;
- le *forward start options* (opzioni con decorrenza posticipata), opzioni che vengono pagate al momento della sottoscrizione ma decorrono da una data futura. Di solito le caratteristiche delle opzioni in questione vengono fissate in modo che l’opzione sia at the money nel momento in cui inizia a decorrere;
- le *compound options* (opzioni composte) che sono opzioni su opzioni. Incrociando le tipologie, esistono quattro tipi di opzioni composte: una call su call, una call su put, una put su call e una put su put. Le opzioni composte hanno due prezzi di esercizio e due date di esercizio. Ad esempio, nel caso di una call su call, il

⁴⁴ J. C. Hull, *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson, ed. 2012, p.553-567.

possessore dell'opzione composta ha la facoltà di pagare il primo prezzo di esercizio esercitando il diritto di opzione e ricevere una call. A sua volta, quest'ultima, attribuisce al possessore il diritto di acquistare l'attività sottostante al secondo prezzo, alla seconda data d'esercizio;

- le *chooser options* (o opzioni a scelta) che danno la facoltà al possessore di scegliere, dopo un periodo di tempo prefissato, se l'opzione è una call o una put;
- le *barrier options* (o opzioni con barriera) il cui valore finale dipende dal fatto che il prezzo del sottostante raggiunga o meno, in un certo periodo di tempo, un dato livello. Gli strumenti appartenenti a questa categoria possono essere distinti in “*knock-out options*” (opzioni “soggette a cancellazione”), che cessano di esistere quando il prezzo del sottostante raggiunge una certa barriera, e “*knock-in options*” (opzioni “in attesa di validazione”), che iniziano ad esistere solo quando il prezzo del sottostante raggiunge una certa barriera;
- le *binary options* (opzioni binarie) che assumono valori finali diversi a seconda dell'andamento della variabile sottostante;
- le *lookback options* (opzioni retrospettive) il cui valore finale dipende dal prezzo minimo o massimo raggiunto dall'azione durante la vita dell'opzione. Il valore finale di una lookback call è uguale alla differenza tra il prezzo finale dell'azione e il prezzo minimo da essa raggiunto durante la vita dell'opzione. Il valore finale di una lookback put è pari invece alla differenza tra il prezzo massimo raggiunto dall'azione durante la vita dell'opzione e il prezzo finale dell'azione;
- le *shout options* (“opzioni gridate”) sono opzioni europee che consentono al portatore di “gridare” un prezzo durante la vita dell'opzione. Alla scadenza, il valore dell'opzione è pari al maggiore tra il valore finale della corrispondente opzione ordinaria e il valore intrinseco al momento del grido;
- le *asian options* (opzioni asiatiche) il cui valore finale dipende dal prezzo medio della variabile sottostante osservato durante la vita dell'opzione;
- le *exchange options* (opzioni di scambio) sono utili al fine di scambiare un'attività con un'altra (ad esempio una valuta estera contro un'altra valuta estera o azioni di una società con azioni di un'altra società);
- le *rainbow options* (o opzioni arcobaleno) sono opzioni scritte su due o più attività rischiose. Probabilmente le più diffuse sono le opzioni su panieri, il cui pay-off

dipende dal valore di un portafoglio di attività. Le attività in genere sono rappresentate da azioni, indici azionari o valute.

1.5. LE FINALITÀ DI UTILIZZO DEGLI STRUMENTI DERIVATI

Come accennato all'inizio, una società può ricorrere agli strumenti finanziari derivati per diversi motivi e, proprio dalla finalità per la quale il derivato viene sottoscritto, dipende, come vedremo in seguito, l'iscrizione dello stesso all'interno del bilancio aziendale.

Gli strumenti finanziari derivati possono essere sottoscritti fondamentalmente per il perseguimento di tre finalità: copertura (*hedging*), negoziazione (*trading*) e arbitraggio. Abbiamo già illustrato come ogni società risulti fisiologicamente esposta a una serie di rischi sia di natura finanziaria, sia di natura non finanziaria e divenga sempre più rilevante dunque l'attività di risk management finalizzata a identificare, valutare e gestire i diversi rischi che gravano sull'impresa.

Tra le strategie volte a ridurre i rischi finanziari ai quali la società è soggetta, o a coprirsi da eventi futuri e incerti che potrebbero esporla a perdite, rientra anche la stipulazione di strumenti finanziari derivati diretti ad azzerare gli effetti delle oscillazioni sfavorevoli di determinate variabili (tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo commodities, ecc.), la cui probabilità di accadimento rimane tuttavia invariata.

In particolare, se un'operazione dell'impresa può generare delle perdite a causa di oscillazioni avverse di determinati parametri di mercato, l'azienda può decidere di sottoscrivere uno strumento finanziario derivato che sia influenzato in modo esattamente opposto dal parametro stesso e che sia dunque in grado di generare un utile idoneo a compensare la perdita subita sulla posta coperta.⁴⁵ In altre parole, grazie ai derivati, è possibile concludere sul mercato a termine delle operazioni di segno opposto rispetto a quelle effettuate sul mercato a pronti, in modo da compensare le perdite sul mercato a pronti con gli utili sul mercato a termine.⁴⁶

Con riferimento alla tipologia di derivato utilizzato ai fini di copertura, possiamo dire che con la copertura attraverso derivati simmetrici il risultato complessivo (dato dalla

⁴⁵ Pisoni, Bava, Busso, Devalle, op. cit. p. 505.

⁴⁶ Marcon, op. cit. 32.

posizione coperta e dallo strumento di copertura) è indifferente rispetto alle effettive fluttuazioni della variabile coperta. Infatti gli utili maturati sul derivato neutralizzano le perdite sulla posta coperta ma, allo stesso modo, gli utili sulla posta coperta vengono compensati dalle perdite sul derivato di copertura. Al contrario, i derivati asimmetrici permettono la copertura da variazioni sfavorevoli della variabile a rischio ma consentono di beneficiare anche di eventuali fluttuazioni favorevoli, seppur in cambio del pagamento del premio iniziale.

Sulla base del grado di copertura del rischio originario, ossia del risultato che si desidera ottenere, si distinguono le *coperture totali*, in cui il rischio è interamente compensato, dalle *coperture parziali*, che vanno a coprire solo una parte della grandezza esposta al rischio.

In base a un'altra prospettiva, si distinguono le *coperture perfette*, in cui il risultato sul derivato compensa esattamente quello, di segno opposto, sulla posta coperta, dalle *coperture imperfette*, nelle quali non si ha la perfetta correlazione tra rischio originario e rischio sul derivato di copertura e si assiste a situazioni di *overhedging* o di *underhedging*.

Sulla base della grandezza oggetto di copertura si distinguono le coperture finalizzate a neutralizzare le variazioni del valore di attività o passività già iscritte in bilancio dalle coperture di transazioni di futura manifestazione. Tale distinzione conduce i principi contabili internazionali a individuare due tipologie di copertura: *cash flow hedge* e *fair value hedge*.

Si usa poi distinguere tra coperture di tipo *specifico*, che vanno a coprire una singola attività, dalle coperture di tipo *composto*, dirette a neutralizzare i rischi afferenti a gruppi di elementi che presentano caratteristiche simili.

Un'altra interessante distinzione si ha poi tra coperture *statiche*, nelle quali l'unica operazione di copertura non viene modificata nel corso del tempo oppure prevedono una periodica revisione della strategia di copertura, e coperture *dinamiche*, che prevedono una continua negoziazione degli strumenti di copertura finalizzata a raggiungere gli obiettivi prefissati.

Infine, a seconda della posizione posta in essere dalle parti, si distinguono le operazioni di *long hedge*, che si riferiscono al soggetto che acquista a termine il sottostante al fine di stabilire il prezzo d'acquisto e proteggersi da eventuali rialzi dello stesso, dalle

operazioni di *short hedge*, che consistono nel vendere a termine il sottostante in modo da tutelarsi da eventuali ribassi del valore dell'attività in oggetto.⁴⁷

Nel caso in cui invece gli strumenti finanziari derivati siano stipulati a fini speculativi (o di negoziazione, o di trading) l'operatore tende ad esporsi al rischio ricorrendo ad essi allo scopo di ottenere un profitto più o meno immediato. Il soggetto sottoscrittore infatti acquista o vende uno strumento finanziario derivato in funzione delle aspettative di mercato. Nel momento in cui non esiste un'attività o una passività da coprire, un soggetto che stipula uno strumento finanziario derivato, di fatto acquista una posizione di rischio, prende posizione sull'andamento di determinate variabili economiche. Analogamente si può dire ogni volta che non esiste una perfetta correlazione tra il derivato e l'attività o passività sottostante.

Possiamo distinguere tra due tipiche strategie di speculazione:

- il *position trading*, con il quale lo speculatore assume posizioni rialziste o ribassiste sulla base delle proprie aspettative in merito all'oscillazione delle variabili di mercato e chiude la sua posizione nel momento in cui ha raggiunto i propri obiettivi di profitto;
- lo *spreading* che consiste nell'effettuazione di operazioni di segno opposto su strumenti simili ma negoziati in mercati diversi o su scadenze diverse. Ad ogni contratto acquistato corrisponde un contratto venduto in modo da rilevare ogni volta sia una perdita sia un profitto. Ovviamente l'obiettivo è che le perdite su di un contratto siano inferiori ai guadagni sull'altro contratto.⁴⁸

Una classe ibrida è quella proposta da parte della dottrina in tema di finanza, che individua anche la finalità di arbitraggio, ottenuta per commistione tra le prime due finalità. In particolare, le operazioni di arbitraggio permettono di sfruttare le imperfezioni del mercato per realizzare dei profitti privi di rischio e si concretizzano nell'acquisto e nella contestuale vendita di uno stesso parametro finanziario in mercati diversi al fine di ottenere dei profitti grazie al disallineamento dei prezzi. Tuttavia, grazie all'azione degli arbitraggisti vengono ripristinate in breve le condizioni di equilibrio. A differenza della speculazione, strategia che permette di lucrare sulle differenze di prezzo di uno stesso bene in tempi diversi, l'arbitraggio gioca sul fattore

⁴⁷ Marcon, op. cit. p.30-35.

⁴⁸ Ibidem, p. 46.

“spazio”, in quanto mira a trarre profitto dalle differenze di prezzo presenti nello stesso momento ma in mercati diversi.

Va rilevato che esiste una stretta correlazione tra le diverse funzioni per le quali vengono sottoscritti i contratti derivati. Infatti, la crescente volatilità delle variabili finanziarie fa aumentare la domanda di copertura dei soggetti avversi al rischio, stimolando di conseguenza le azioni di tipo speculativo e incrementando l'importanza del ruolo degli arbitraggisti nell'aggiustamento delle inefficienze di mercato.

CAPITOLO II

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

Come sappiamo, in seguito all'entrata in vigore del D. Lgs. 38/2005, in Italia, assistiamo alla convivenza tra società che, per obbligo o per scelta, redigono il bilancio secondo le disposizioni dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS), emanati dall'*International Accounting Standard Board (IASB)*, e quelle che continuano ad adottare la disciplina nazionale⁴⁹.

Differentemente dalla normativa civilistica, come avremo modo di vedere nell'ultimo capitolo del presente elaborato, la normativa internazionale prevede delle specifiche modalità di contabilizzazione per le operazioni di finanza derivata a seconda che queste abbiano finalità di copertura o di negoziazione.

⁴⁹ Sulla base del regolamento CE n.1606/2002, tutte le società dell'Unione Europea aventi titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato membro devono redigere il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Per quanto riguarda le altre società, il D. Lgs. 38 del 28 febbraio 2005 prevede:

- l'obbligatorietà dell'impiego degli IAS/IFRS nella redazione del bilancio consolidato per le società con strumenti finanziari diffusi;
- l'obbligatorietà dell'impiego degli IAS/IFRS nella redazione del bilancio individuale delle società quotate o con strumenti finanziari diffusi;
- la facoltà di adottare i principi contabili internazionali per la redazione del consolidato per le società diverse dalle precedenti purchè non possano redigere il bilancio in forma abbreviata ex art. 2435-bis;
- la facoltà di adottare i principi in questione per la redazione del bilancio individuale per tutte le società non quotate o senza strumenti finanziari diffusi che non possano redigere il bilancio in forma abbreviata, a condizione che abbiano optato per farne uso anche nella redazione del consolidato;
- la facoltà di adottare i principi in oggetto per la redazione del bilancio individuale per le società incluse nel consolidato di altre entità obbligate a impiegare gli IAS/IFRS, purchè non possano redigere il bilancio in forma abbreviata;
- la facoltà, per tutte le società diverse dalle precedenti e che non possano redigere il bilancio in forma abbreviata, di adottare gli IAS/IFRS per la redazione del bilancio individuale;
- l'esclusione della possibilità di adottare i principi contabili internazionali per le imprese che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ex art. 2435-bis C.C.

(P. Andrei, S. Azzali, G. Gavana, A. Lai, L. Rinaldi, C. Saccon, R. Viganò, Bilancio consolidato. *Novità dei principi contabili nazionali e internazionali. Procedure operative esempi e casi*. Ed. 2011, Gruppo 24 Ore, p.25-26).

Le disposizioni che regolano la contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, all'interno dei principi contabili internazionali, appartengono alla categoria delle regole di contabilizzazione previste per gli strumenti finanziari in generale, ossia:

- lo IAS 32 (*Financial Instruments: Presentation*), che fornisce le definizioni di strumento finanziario, attività e passività finanziarie e strumenti rappresentativi del patrimonio netto;
- lo IAS 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*), che contiene precise regole per la valutazione e la contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, distinte a seconda che si tratti di strumenti classificati come strumenti di copertura o di negoziazione;
- L'IFRS 7 (*Financial Instruments: Disclosures*), che, come vedremo più avanti, richiede di indicare nelle note al bilancio, delle informazioni integrative relative agli strumenti finanziari.

La nostra attenzione si concentrerà sulle disposizioni previste dallo IAS 39, principio che più degli altri interessa gli strumenti finanziari derivati. Si tratta comunque di un principio 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 a partire dal primo gennaio 2018.⁵⁰

Descriveremo anche quanto previsto dall'IFRS 7 in merito alle informazioni relative ai derivati da riportare in nota integrativa, mentre tralascieremo lo IAS 32 che si occupa per lo più degli strumenti finanziari in generale.

2.1. LA NORMATIVA ATTUALE: LO IAS 39

Lo IAS 39, originariamente emanato dall'*International Accounting Standard Committee (IASC)* nel 1999 e adottato dallo IASB nell'aprile del 2001, nonché oggetto di successivi emendamenti, sarà, come abbiamo detto, sostituito nella sua interezza dall'IFRS 9, destinato a entrare in vigore a partire dal 2018.

⁵⁰ J. Mc Carrol, G.R. Khatri, *Aligning hedge accounting with risk management*, Financial Reporting, Accountancy Ireland, April 2014, Vol. 46, n°2, p. 36.

Le regole attuali di contabilizzazione dei derivati si basano dunque, per le aziende che adottano i principi contabili internazionali, sullo IAS 39.

2.1.1. La classificazione degli strumenti finanziari

Iniziamo col descrivere le classi di strumenti finanziari previsti dallo IAS 39, suddivisi tra attività finanziarie e passività finanziarie, al fine di comprendere meglio le modalità di contabilizzazione dei derivati, i problemi e le complessità che portano con sé e le deroghe alle regole ordinarie.

Il principio contabile in oggetto individua quattro categorie di attività finanziarie:

- 1) attività finanziarie valutate al fair value rilevato nel reddito d'esercizio (*fair value through profit or loss – FVTPL*);
- 2) attività finanziarie detenute fino alla scadenza (*held to maturity – HTM*);
- 3) finanziamenti e crediti (*loans and receivables – L&R*);
- 4) attività finanziarie disponibili per la vendita (*available for sale – AFS*).

La categoria delle attività finanziarie valutate al fair value rilevato nel reddito d'esercizio può essere suddivisa a sua volta in due categorie:

- a) le attività finanziarie possedute per la negoziazione (*held for trading*), categoria in cui rientrano le attività finanziarie che l'azienda acquista con lo scopo di rivendere al fine di generare un profitto dalla fluttuazione dei prezzi nel breve periodo⁵¹, le attività che fanno parte di portafogli che l'azienda gestisce allo stesso fine e gli strumenti finanziari derivati, ad eccezione di quelli stipulati come contratti di garanzia o sottoscritti con finalità di copertura;
- b) le attività finanziarie per le quali si è deciso per l'applicazione della *fair value option*, ossia la facoltà di designare qualsiasi strumento finanziario come valutato al fair value, con effetto sul reddito d'esercizio.

Le attività appartenenti a questa categoria sono iscritte in bilancio al momento del regolamento ad un valore pari al fair value dello strumento, le cui variazioni da un

⁵¹ P. Fornaroli, M. Gueorguiev, *Strumenti finanziari e derivati: dallo IAS 39 definizione e regole contabili*, Amministrazione e Finanza, 18/2001, p.8.

esercizio all'altro verranno imputate a reddito d'esercizio. Nel calcolo del fair value, per la categoria in questione, non si tiene conto dei costi di transazione.

Le attività finanziarie detenute fino alla scadenza sono caratterizzate da investimenti aventi una scadenza fissa e rendimenti certi o determinabili che l'azienda ha effettivamente l'intenzione e la capacità di detenere fino alla scadenza (il tipico esempio è costituito dai titoli di debito non irredimibili, quotati o non, a tasso fisso o variabile).⁵² Fermi i criteri di iscrizione del valore nel momento in cui l'azienda diviene parte contrattuale, occorre incrementare il costo di eventuali proventi/oneri accessori. Per le valutazioni successive verrà adottato il criterio del *costo ammortizzato*.

Solo gli strumenti che rispettano una serie di requisiti sia di tipo soggettivo che di tipo oggettivo dunque possono essere classificati in questa categoria.

Al fine di evitare comportamenti opportunistici, lo IAS 39 prevede il meccanismo della *tainting rule*, una regola sanzionatoria in base alla quale se un'azienda, nel corso dell'esercizio, vende, trasferisce o esercita un'opzione di vendita per un'attività inclusa nella categoria in parola per un importo non irrilevante, deve riclassificare anche le rimanenti attività appartenenti alla medesima categoria come attività disponibili per la vendita, come vedremo, con la conseguenza dell'applicazione del criterio del fair value in luogo del costo ammortizzato, ed è impossibilitata a classificare nei due esercizi successivi qualsiasi attività finanziaria come posseduta fino a scadenza.⁵³

La categoria dei finanziamenti e crediti invece comprende quelle attività finanziarie, non derivate, caratterizzate da pagamenti fissi o determinabili, non quotate in un mercato attivo. Vi rientrano dunque crediti di natura finanziaria o commerciale, a breve o lungo termine, titoli di debito o depositi bancari. Non è indispensabile che l'attività abbia una scadenza fissa e può essere acquisita anche da altre società.

⁵² Secondo lo IAS 39 tale intento non è presente se si verifica una delle seguenti condizioni (Fornaroli, Gueorguiev, op. cit.):

- l'azienda intende detenere lo strumento per un periodo indefinito, che potrebbe anche terminare prima della scadenza;
- l'azienda è disposta a vendere l'attività finanziaria per soddisfare esigenze di liquidità o in risposta a cambiamenti nella condizioni di mercato;
- l'emittente ha il diritto di rimborso dell'attività ad un valore significativamente inferiore rispetto al suo costo ammortizzabile.

⁵³ C. Marcon, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013, p. 86-87.

Per quanto riguarda invece la categoria delle attività finanziarie disponibili per la vendita, si tratta di una classe residuale in quanto, oltre alle attività finanziarie designate come tali, comprende anche quelle, diverse dai contratti derivati, che non rientrano in una delle precedenti categorie.

Le passività finanziarie invece sono distinguibili in:

- 1) passività finanziarie valutate al fair value rilevato nel reddito d'esercizio che, specularmente alle attività finanziarie valutate nel reddito l'esercizio, a loro volta possono essere distinte in passività possedute per la negoziazione (*held for trading*) e passività che derivano dall'esercizio della *fair value option*;
- 2) altre passività finanziarie: categoria definita in modo residuale che comprende debiti di finanziamento e di funzionamento a vario titolo, sia a lungo termine, sia a breve.

2.1.2. I metodi di valutazione

I criteri per la valutazione degli strumenti finanziari dunque, sono fondamentalmente due: il *fair value* e il *costo ammortizzato*.

Il fair value è definito dal recente IFRS 13 come “*il prezzo che verrebbe ricevuto per vendere un'attività o pagato per trasferire una passività in una normale transazione tra i partecipanti al mercato alla data di misurazione*”.

Vengono valutate al fair value:

- le attività e passività finanziarie al fair value le cui variazioni di fair value tra un esercizio e l'altro vengono imputate a conto economico nel reddito d'esercizio;
- le attività finanziarie disponibili per la vendita, le cui variazioni di fair value tra un esercizio e l'altro vengono riconosciute nell'*other comprehensive income* e determinano, in contropartita, una variazione, positiva o negativa, della relativa riserva di patrimonio netto. Solo nel momento in cui tali attività finanziarie disponibili per la vendita vengono eliminate contabilmente, si procede allo storno della corrispondente riserva di fair value accumulata fino a quel momento e all'imputazione della stessa al reddito d'esercizio. In altre parole, le variazioni di

fair value per le attività disponibili per la vendita, contribuiscono a formare il reddito d'esercizio solo nel momento in cui vengono effettivamente realizzate.⁵⁴

Sulla base dello IAS 39, invece, il *costo ammortizzato* è definito come il valore al quale lo strumento finanziario è inizialmente rilevato al netto dei rimborsi di capitale, aumentato/diminuito della somma delle quote di ammortamento della differenza tra il valore iniziale e quello di scadenza calcolate utilizzando il metodo dell'*interesse effettivo*⁵⁵ (tasso che consente di eguagliare il valore attuale dei flussi finanziari futuri derivanti dallo strumento finanziario e il suo valore contabile).

Lo IAS 39 prescrive l'applicazione del criterio del costo ammortizzato alle seguenti categorie:

- attività finanziarie possedute fino a scadenza;
- finanziamenti e crediti;
- altre passività finanziarie.

Lo IASB inoltre prevede che siano valutati al costo ammortizzato anche quegli strumenti finanziari rappresentativi di capitale che sulla base della categoria di appartenenza andrebbero valutati al fair value nel momento in cui essi non siano quotati in un mercato attivo e le tecniche di determinazione del fair value diano luogo ad un valore poco attendibile.

Alla data di riferimento di ogni bilancio, l'azienda deve inoltre verificare l'eventuale esistenza di obiettive evidenze di perdite di valore delle attività finanziarie iscritte, che si siano comunque già manifestate e il cui impatto sui flussi finanziari futuri sia attendibilmente stimabile.⁵⁶

2.1.2.1. La determinazione del fair value

Ai fini del presente elaborato risulta indispensabile soffermarsi sulle modalità di determinazione del fair value. Si tratta di un aspetto che valuteremo anche nel corso dell'indagine empirica per comprendere se e quanto attendibili siano i valori concernenti i derivati che vengono rilevati in bilancio.

⁵⁴ Marcon, op. cit., p. 92.

⁵⁵ Si veda IAS 39, part. B, par.9.

⁵⁶ Marcon, op. cit., p.96.

A tal proposito l'IFRS 13 prevede una gerarchia che si articola su tre livelli.

Il primo livello è costituito dai valori direttamente ritraibili dal mercato e si parla in questo caso di approccio *mark to market*. Si ha una valutazione di primo livello se è possibile far riferimento a prezzi quotati su mercati attivi per strumenti identici. Se un titolo presenta una quotazione in un mercato attivo, infatti, essa rappresenta la miglior evidenza del fair value. Scopo di tale valutazione è quello di individuare il prezzo che si sarebbe potuto ottenere se, alla data di rilevazione in bilancio, lo strumento finanziario fosse stato negoziato in un mercato attivo.⁵⁷

Si può parlare di mercato attivo se in esso i prezzi sono prontamente disponibili e rappresentano effettive operazioni che avvengono regolarmente in normali contrattazioni.⁵⁸ In altri termini, un mercato è attivo se gli strumenti in esso negoziati sono sufficientemente liquidi, caratteristica valutabile sulla base della continuità delle quotazioni, dei volumi scambiati e delle oscillazioni di prezzo.⁵⁹

Nel caso in cui non siano disponibili quotazioni di un mercato attivo, si ricorre a tecniche di valutazione che utilizzano *input* desunti da dati osservabili dal mercato, volte alla determinazione di un valore che sia in grado di riflettere il più possibile il prezzo al quale lo strumento verrebbe negoziato sul mercato in normali condizioni. Si parla in tal caso di determinazione del fair value di secondo livello e di approccio *mark to model*.

Nel caso infine di determinazione del fair value di terzo livello, si utilizzano tecniche di valutazione i cui parametri di input non sono desumibili dal mercato, utilizzando invece ipotesi e assunzioni. Si tratta ovviamente delle tecniche di valutazione che danno luogo ai valori meno attendibili.

Essendo la maggior parte dei derivati negoziati over the counter e non accompagnati da quotazioni in mercati attivi, spesso si ricorre a tecniche di *pricing* per la determinazione dei valori. Non ci soffermeremo sulla descrizione di questi modelli ma, a titolo puramente esemplificativo possiamo ricordare, tra questi, il modello di *Black-Scholes-Merton*, i modelli basati sulle simulazioni del metodo Montecarlo e i modelli di stima della volatilità, per quanto concerne le opzioni, e i metodi che si basano

⁵⁷ G. Zanon, *La contabilizzazione dei derivati dallo IAS 39 all'IFRS 9*. Tesi di laurea magistrale in amministrazione finanza e controllo, A.A. 2012/2013.

⁵⁸ IASB, IAS 39 – Application Guidance, par. AG71.

⁵⁹ Marcon, op. cit., p.108.

sull'attualizzazione dei flussi finanziari futuri nel caso di swaps e forwards (*Discontinued Cash Flow Analysis*).⁶⁰

2.2. I DERIVATI NEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI

Come abbiamo già accennato nel corso del primo capitolo, le modalità di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati dipendono dalla finalità per la quali essi sono sottoscritti. Tuttavia, la loro classificazione all'interno del bilancio di un'azienda risente anche dal rispetto dei requisiti previsti dallo IAS 39 al fine di poter qualificare un derivato come di copertura.

Lo IAS 39 infatti, considera tutti gli strumenti derivati come derivati di negoziazione, ad eccezione di quelli designati come *efficaci* strumenti di copertura.⁶¹

2.2.1. I derivati di negoziazione

Alla categoria in oggetto, oltre ai derivati stipulati con finalità di negoziazione (di trading o speculative), appartengono anche i derivati sottoscritti con intenti di arbitraggio, quelli stipulati con finalità di copertura ma che non rispettano i requisiti, che vedremo meglio in seguito, richiesti dallo IAS 39 per contabilizzare uno strumento come derivato di copertura e quelli per i quali l'azienda ha scelto di non applicare le regole dell'*hedge accounting*, la cui adozione è infatti volontaria.

Questi strumenti (parliamo di “derivati di negoziazione” includendo tutti gli strumenti derivati appena esposti) devono essere classificati come strumenti finanziari valutati al fair value, le cui variazioni sono imputate al reddito d'esercizio.

L'azienda procederà ad iscrivere in contabilità il derivato già al momento della negoziazione, anche in assenza di manifestazioni finanziarie, per un valore pari al fair

⁶⁰ Ibidem, p.109.

⁶¹ A. Iannucci, *IAS 39: Strumenti finanziari derivati*, Guida alla contabilità e bilancio, Il Sole 24 ore, giugno 2007, n°11, p.58.

value alla data di negoziazione, senza comprendere però i costi di transazione, imputati nel reddito d'esercizio.⁶²

Di norma, il fair value corrisponde all'eventuale corrispettivo trasferito per concludere la transazione. Tuttavia vi sono dei particolari casi in cui ciò non avviene e diviene necessario stimare il fair value attraverso particolari tecniche di valutazione e rilevare la differenza tra lo stesso e il corrispettivo scambiato come un componente positivo o negativo del reddito d'esercizio (*day one profit or loss*).⁶³

Per spiegarli brevemente riprendiamo un concetto al quale abbiamo già fatto riferimento nel primo capitolo.

In presenza di derivati simmetrici negoziati a condizioni di mercato, il fair value risulta nullo e non si procede ad alcuna rilevazione contabile alla data di negoziazione. Tuttavia, dal giorno successivo, data la volatilità delle variabili di mercato, iniziano a prodursi delle variazioni positive o negative di fair value che danno luogo a componenti positivi o negativi di reddito.

Nel caso in cui un derivato simmetrico non venga sottoscritto a condizioni di mercato (e questo è quanto si verifica nel caso di derivati negoziati over the counter), il fair value dello strumento finanziario risulta essere diverso da zero. Per compensare la posizione di svantaggio in cui si trova uno dei due contraenti rispetto all'altro, viene chiesto il versamento di una somma di denaro (*up-front*), che rappresenterà il fair value del derivato alla data di negoziazione e verrà contabilizzata come attività finanziaria nel bilancio dell'azienda che lo paga e tra le passività finanziarie per l'azienda che lo incassa.

Similmente, nei contratti derivati di tipo asimmetrico, si assisterà alla rilevazione di un'attività finanziaria da parte dell'azienda che paga il premio e di una passività finanziaria da parte dell'azienda che lo incassa.

Inoltre, per i derivati negoziati over the counter, può succedere che gli intermediari comprendano nella determinazione dell'*up-front* delle commissioni implicite. In questo caso, dunque, il fair value da rilevare inizialmente non corrisponde al corrispettivo pagato o incassato. È quindi necessario ricorrere a particolari tecniche di valutazione che facciano uso di variabili desunte dal mercato per la determinazione del fair value.

⁶² Marcon, op. cit., p.103.

⁶³ Idem.

La differenza tra il prezzo della transazione e il fair value così determinato dovrebbe in tal modo rappresentare il valore della commissione implicita da imputare a conto economico.⁶⁴

Alla fine del periodo amministrativo invece, come già anticipato, un derivato deve essere valutato al fair value con imputazione di ogni variazione maturata nel corso del periodo al reddito d'esercizio, attribuendo estrema rilevanza al principio di competenza. Questo criterio comporta sicuramente un'elevata volatilità del reddito d'esercizio ma risulta indispensabile al fine di riflettere la dinamicità delle variabili di mercato.

Nel caso di attività finanziaria derivata:

- una variazione positiva di fair value darà luogo all'aumento del valore delle attività in stato patrimoniale e all'iscrizione di proventi finanziari a conto economico;
- una variazione negativa di fair value darà luogo ad una diminuzione delle attività di stato patrimoniale e alla rilevazione di oneri finanziari in conto economico.

Nel caso di passività finanziaria, al contrario:

- una variazione positiva del fair value darà luogo a un decremento della passività in stato patrimoniale e alla rilevazione di proventi finanziari in conto economico;
- una variazione negativa del fair value darà luogo a un aumento delle passività in stato patrimoniale e a oneri finanziari in conto economico⁶⁵.

È necessario sottolineare inoltre che, in deroga al divieto generale imposto dallo IAS 39 in merito alla riclassificazione dei derivati di negoziazione e degli strumenti finanziari per i quali si sia optato per la fair value option, è possibile, sulla base del medesimo principio, iscrivere nella categoria FVTPL un derivato in precedenza classificato come derivato di copertura che abbia perso tale qualifica (ad esempio a seguito del test di efficacia) e considerare come di copertura un derivato inizialmente iscritto nella categoria FVTPL.⁶⁶

Per quanto riguarda infine la cancellazione dallo stato patrimoniale di uno strumento finanziario derivato (*derecognition*), essa si verifica a seguito della cessazione o

⁶⁴ Ciò è permesso solo nel caso in cui il fair value sia determinabile ricorrendo a metodologie di pricing che utilizzino parametri desunti dal mercato. Nel caso in cui, invece, tale valore sia determinabile solo ricorrendo a tecniche appartenenti al livello 3 di determinazione del fair value, non è possibile iscrivere il derivato in bilancio al suo fair value e rilevare il componente positivo o negativo di reddito in conto economico.

⁶⁵ Iannucci, op. cit., p.58.

⁶⁶ Marcon, op. cit., p.111.

trasferimento dei rischi e dei benefici derivanti dal contratto stesso e la differenza tra fair value corrente e quello precedentemente rilevato dà luogo alla rilevazione di componenti reddituali positivi o negativi in conto economico, stavolta certi e non meramente probabili.⁶⁷

2.2.2. I derivati di copertura e le regole di *hedge accounting*

Come già spiegato, la finalità di uno strumento finanziario di copertura consiste nel ridurre o trasferire l'esposizione a particolari rischi (di interesse, di cambio, di prezzo, ecc.), con l'obiettivo di proteggere il valore di determinate attività o passività, o di loro insiemi, da andamenti avversi del mercato. In altre parole, lo scopo della copertura è quello di neutralizzare le perdite di fair value (o di flussi finanziari) sulla posta coperta derivanti da oscillazioni sfavorevoli di determinate variabili di mercato grazie alle opposte variazioni di fair value (o di flussi finanziari) generate sui derivati a tal fine sottoscritti⁶⁸.

Le regole di *hedge accounting* sono delle regole speciali per la contabilizzazione delle operazioni di copertura che servono a superare le asimmetrie che deriverebbero da una valutazione separata della posta coperta e dello strumento di copertura.

Tali asimmetrie si verificherebbero, ad esempio, ogni volta che la posta coperta fosse valutata sulla base di un criterio diverso dal fair value, valutazione obbligatoria per il derivato. In questo caso, in sede di rilevazione del reddito d'esercizio si registrerebbero solo le variazioni di fair value maturate sul derivato di copertura, ma non quelle sull'elemento coperto e risulterebbe in tal modo impossibile rilevare l'effetto di compensazione tra gli elementi reddituali di segno opposto.

Anche nel caso in cui sia l'elemento coperto sia lo strumento di copertura fossero valutati al fair value, potremmo assistere a delle asimmetrie contabili dovute alla diversa rilevazione dei componenti reddituali. Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, nel caso di copertura di un'attività finanziaria disponibile per la vendita, le cui variazioni di fair value andrebbero rilevate all'interno dell'*other comprehensive income*, a differenza di

⁶⁷ Idem.

⁶⁸ Iannucci, op. cit., p.58.

quelle relative allo strumento di copertura che concorrerebbero alla formazione del reddito d'esercizio.

Un altro esempio di asimmetria si verifica nel caso di copertura di operazioni future che, in quanto tali, non possono essere iscritte in bilancio, a differenza del derivato di copertura che entrerà a far parte della situazione contabile dal momento della negoziazione.

Come appare intuibile, a volte non è sufficiente derogare alle normali regole di contabilizzazione di attività e passività all'interno del bilancio. È necessario procedere all'anticipazione degli utili o delle perdite sull'elemento coperto allo stesso periodo amministrativo in cui vengono contabilizzati gli utili o le perdite sullo strumento di copertura (alternativa che, come vedremo, riflette la relazione di copertura di tipo *fair value hedge*) o al differimento dei componenti reddituali maturati sullo strumento di copertura al momento in cui l'operazione futura oggetto di tale copertura verrà a manifestarsi influenzando il reddito d'esercizio (come nel caso di una relazione di tipo *cash flow hedge*).⁶⁹

Al fine di poter applicare le regole di hedge accounting (applicazione comunque volontaria) è necessario che il management intenda attivare un'operazione di copertura, che si rispettino una serie di stringenti requisiti relativi alla documentazione, all'efficacia della relazione di copertura, agli elementi designabili come elementi coperti e agli strumenti che possono essere utilizzati ai fini di copertura.⁷⁰

Nelle situazioni in cui le operazioni, pur intraprese con finalità di copertura, non rispettano i requisiti previsti dallo IAS 39 o nei casi in cui la società non abbia volontariamente optato per l'applicazione delle regole di hedge accounting (abbastanza onerose), vengono applicate le normali disposizioni previste dai principi contabili internazionali. Vengono dunque tenuti separati elementi di copertura e elementi coperti con le conseguenti asimmetrie sopraesposte derivanti dalla diversa valutazione.

⁶⁹ Ibidem, p.119-120.

⁷⁰ Idem.

2.2.2.1. *Gli strumenti di copertura*

In base allo IAS 39 possono essere considerati strumenti di copertura solo i derivati rientranti nel suo ambito di applicazione, stipulati al fine di ridurre il rischio gravante su determinati elementi, anch'essi puntualmente previsti dal principio in questione, il cui fair value può essere attendibilmente determinato.

I paragrafi dal 72 al 77 dello IAS 39 definiscono dettagliatamente quali strumenti possono essere designati come derivati di copertura. Il paragrafo 72, in particolare, precisa che non ci sono limiti alle circostanze in cui un derivato può essere designato come strumento di copertura, purchè siano rispettate tutte le condizioni indicate successivamente (al paragrafo 88)⁷¹, ad eccezione di un'opzione emessa. Specifica inoltre che uno strumento finanziario non derivato può essere utilizzato solo per la copertura del rischio di cambio.

Il paragrafo 73 precisa che nel bilancio consolidato, com'è ovvio che sia, entreranno solo quegli strumenti di copertura stipulati con parti esterne al gruppo.

Generalmente uno strumento finanziario viene valutato al fair value e viene designato come di copertura nella sua interezza essendo i fattori che determinano variazioni di fair value tra loro interdipendenti. Come si legge nel paragrafo successivo, le uniche eccezioni riguardano le opzioni, grazie alla possibilità di separare il valore intrinseco dal valore temporale e designare solo il primo ai fini di copertura, e i contratti forward in merito ai quali è possibile separare la componente a pronti (o spot) dalla componente a termine (o forward) e designare solo la prima come componente di copertura.⁷²

Secondo il paragrafo 75 si ammette la designazione di una porzione dell'intero strumento ai fini di copertura ma non è ammessa la designazione della relazione di

⁷¹ Risultano dunque esclusi dall'ambito di applicazione dello IAS 39 (Marcon, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013, p.123):

- i derivati su commodity destinati ad essere regolati mediante la consegna fisica del sottostante, sottoscritti al fine di soddisfare le normali esigenze operative dell'azienda;
- i derivati su azioni proprie che, ai sensi dello IAS 32, sono considerati come strumenti rappresentativi di capitale;
- i derivati su azioni non quotate il cui fair value non è attendibilmente stimabile;
- i derivati non idonei a ridurre un determinato rischio (es. basis swap)
- i derivati incorporati non separati dal contratto ospite.

⁷²D. Sahlian, M. Botea, D.L. Traşcă, *Fair value hedging, between opportunity and necessity, Theoretical and Applied Economics*, Volume XX, 2013, n° 12 (589), p.99.

copertura solo per un determinato periodo di tempo in cui lo strumento è in circolazione.

Il paragrafo 76 precisa che un singolo strumento può essere designato alla copertura di più rischi diversi purché essi siano chiaramente identificabili, l'efficacia della copertura possa essere dimostrata e sia possibile assicurare l'esistenza delle diverse posizioni di rischio e di una specifica designazione dello strumento di copertura.

Infine, il principio si occupa della possibilità di coprire più posizioni di rischio usando un solo derivato. Ci si riferisce alla situazione in cui una copertura attiene a una posizione fair value hedge e l'altra copertura si riferisca alla cash flow hedge. In questo caso l'impresa deve fornire delle informazioni distinte per le due tipologie di relazioni di copertura, come previsto dall'IFRS 7, e lo strumento finanziario derivato deve comparire in entrambe le informative.⁷³

2.2.2.2. Gli elementi coperti

Gli elementi coperti sono generalmente costituiti da esposizioni a determinati rischi che potrebbero influenzare il conto economico dell'esercizio in corso (nel caso di copertura di attività o passività già iscritte in stato patrimoniale) o di esercizi futuri (nel caso di operazioni di futura manifestazione).

Lo IAS 39, dedica i paragrafi dal 78 all'84 alla descrizione dei possibili elementi coperti e della loro designazione.

Innanzitutto si dice che l'elemento coperto può essere un'attività, una passività, un impegno irrevocabile, un'operazione futura o un investimento netto in gestioni estere che espone l'azienda a variazioni di fair value (o di flussi finanziari) dovuti a oscillazioni di variabili di natura finanziaria quali, come già spiegato nel primo capitolo, il tasso di interesse, il tasso di cambio, il prezzo (di azioni o commodities) e il merito di credito.

Nel caso di copertura di attività o passività finanziarie, è possibile designare come elemento coperto anche solo una porzione delle stesse ed eventualmente solo in relazione ad alcuni rischi ai quali risultano esposte.

⁷³Marcon, op. cit., p. 126-127.

Nel caso di copertura di uno strumento non finanziario, l'unico rischio che è possibile coprire e considerare separatamente è il rischio di cambio, essendo le altre tipologie di rischio difficili da isolare e valutare in modo specifico.

Al paragrafo 80, il principio contabile spiega che, ai fini della contabilizzazione, rientrano a far parte del bilancio consolidato solo quelle attività, passività, impegni, operazioni future altamente probabili o investimenti in gestioni estere che coinvolgono una parte esterna al gruppo. Un'eccezione a questa regola, oltre a quella prevista per il bilancio consolidato di una società di investimento, come definito dall'IFRS 10, è data dal rischio di cambio di un elemento monetario intragruppo (come ad esempio un debito o un credito tra due controllate), che può essere classificato come elemento coperto nel bilancio consolidato se ne deriva un rischio di utili/perdite su cambi non completamente eliminati al momento del consolidamento in base allo IAS 21. In particolare, secondo quest'ultimo, profitti o perdite su cambi su strumenti monetari intragruppo non possono essere completamente eliminati nel caso in cui lo strumento monetario intragruppo sia scambiato tra due entità appartenenti al gruppo stesso che adottino valute diverse o nel caso in cui il rischio di cambio si riferisca ad un'operazione intragruppo altamente probabile, a condizione che la stessa sia denominata in una valuta diversa da quella funzionale dell'entità che effettua tale transazione e il rischio di cambio incida sul conto economico consolidato.

Secondo lo IAS 39, non possono essere considerati come elementi coperti:

- i derivati, a meno che non si tratti di un'opzione acquistata coperta da un'opzione venduta che bilanci la posizione assunta;
- i rischi generici d'impresa, poiché difficilmente quantificabili;
- le azioni proprie poiché non influenzano solo lo stato patrimoniale.

Possono essere coperte solo in riferimento a determinate tipologie di rischio, invece⁷⁴:

- le attività finanziarie possedute fino alla scadenza che possono essere coperte solo dal rischio di cambio (se denominate in valuta estera) e dal rischio di credito⁷⁵;
- gli impegni ad acquistare imprese nell'ambito di un'aggregazione aziendale che possono essere coperti solo dal rischio di cambio⁷⁶;

⁷⁴ Ibidem, p. 128-129.

⁷⁵ Le attività finanziarie detenute fino a scadenza, essendo rimborsate alla loro scadenza naturale, non sono esposte al rischio di variazioni di fair value dovuto alle oscillazioni dei tassi di interesse. Non possono dunque essere coperte dal rischio di tasso di interesse e di rimborso anticipato.

- le partecipazioni in società collegate valutate con il metodo del patrimonio netto in un bilancio consolidato e le partecipazioni in controllate integralmente consolidate che possono essere coperte unicamente dal rischio di cambio nel caso in cui si tratti di partecipazioni estere i cui valori di bilancio devono essere convertiti nella valuta di presentazione del consolidato.

Le operazioni di copertura possono riferirsi a singoli elementi (*one to one*) o a gruppi di elementi dal profilo di rischio affine (*one to many*). In quest'ultima situazione, è necessario che la variazione di fair value di ogni elemento appartenente al gruppo sia proporzionale alla variazione di fair value dell'intero gruppo e che i singoli elementi siano chiaramente identificati. Essendo l'assolvimento di tali richieste particolarmente oneroso, soprattutto per gli intermediari finanziari che detengono dei portafogli da coprire costituiti da numerosi elementi, è pratica diffusa coprire le esposizioni nette tra attività e passività, senza che vi sia uno specifico collegamento tra posta coperta e elemento di copertura, in contrasto con il divieto, imposto dallo IAS 39, di applicare le regole di hedge accounting nei casi in cui l'elemento coperto sia una posizione netta complessiva (*macro hedging*), fatta salva la possibilità di indicare come elemento coperto un determinato valore di portafoglio anziché identificare i singoli elementi, nel caso in cui si voglia coprire dal rischio di tasso di interesse un portafoglio di attività e/o passività finanziarie.

Le regole di hedge accounting possono essere applicate anche ai derivati incorporati (*embedded derivatives*). Si tratta di strumenti derivati che nascono dalla separazione di un contratto incorporato (*embedded*) da un contratto ospite. Dopo la separazione, solo il contratto ospite può fungere da posta coperta. Se invece la separazione tra i due contratti non può essere attuata, l'intero contratto ibrido non potrà mai essere designato come elemento coperto.⁷⁷

⁷⁶ Le altre tipologie di rischio a cui risultano esposte le operazioni in questione infatti, rientrano nella fattispecie generale del rischio di impresa, escluso dai rischi designabili come elementi coperti in quanto difficilmente determinabili e quantificabili.

⁷⁷ Zanon, op.cit., p.28.

2.2.2.3. I requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting

Come risulta dal paragrafo 88 dello IAS 39, oltre all'osservazione delle previsioni sovraesposte, una relazione di copertura può rientrare nell'ambito di applicazione delle regole di hedge accounting se, e solo se, sono rispettati una serie di requisiti.

Innanzitutto è necessario che, all'inizio dell'operazione di copertura, esista la designazione formale e la documentazione di tale relazione e degli obiettivi e strategie di risk management adottate dall'impresa. In particolare la documentazione da predisporre comprende una parte generale in cui vengono descritti i rischi ai quali l'impresa risulta esposta e gli obiettivi delle strategie di copertura e una documentazione specifica per ogni tipologia di copertura posta in essere in cui descrivere gli elementi coperti, gli strumenti di copertura, i rischi oggetto di copertura e le modalità attraverso le quali l'azienda intende valutare l'efficacia della copertura nel compensare le perdite subite dall'elemento coperto.

Uno strumento derivato può essere designato come di copertura anche successivamente alla sua sottoscrizione.

Per poter applicare le regole dell'hedge accounting è necessario inoltre 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.

Per quanto riguarda l'efficacia della copertura, ancora, deve essere dunque 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.

Infine, la copertura deve essere valutata sulla base di un criterio di continuità e considerata altamente efficace per tutto il periodo per il quale è designata. In particolare una copertura è considerata altamente efficace nel momento in cui le variazioni di fair value dello strumento di copertura compensano la variazione di fair value o dei flussi finanziari attribuibili al rischio coperto. Per lo IAS 39, una copertura, seppur non perfetta, può essere considerata altamente efficace se il rapporto tra le variazioni di fair value (o dei flussi di cassa) sullo strumento di copertura e quelle sulla posta coperta dà un risultato appartenente all'intervallo 80%-125%. Se tale indice non rientra nel range indicato lo strumento di copertura deve essere valutato come se fosse un derivato di

negoziiazione, con imputazione delle variazioni di fair value al reddito d'esercizio, mentre l'elemento coperto deve essere valutato in base alle regole generali previste dai principi contabili internazionali dando luogo eventualmente ad asimmetrie contabili, come prima descritto.

La valutazione dell'efficacia della copertura può basarsi sulle variazioni di fair value dell'intero strumento o, in alcuni casi, può escludere le variazioni dello stesso dovute al fattore temporale, come accade nel caso di contratti a termine o di opzioni.

Il prezzo di futures e forwards infatti può essere visto come la somma tra il prezzo a pronti (o spot) e un premio o sconto dovuto al passare del tempo (che va a costituire il prezzo a termine o forward). La variazione della componente di prezzo a termine è indipendente dal rischio che il derivato è finalizzato a coprire. Per questo, un valido approccio è quello che suggerisce di escludere le variazioni della componente a termine dal calcolo dell'efficacia dello strumento di copertura. In tal modo l'efficacia della copertura viene valutata confrontando le variazioni della componente a pronti dello strumento di copertura e la variazione di fair value della posta coperta.

Lo stesso ragionamento vale per i contratti d'opzione. In questo caso, l'intero premio per un'opzione call *out of the money* è costituito dal valore temporale che rappresenta i guadagni che l'opzione dovrebbe conferire per finire *in the money*. Più la scadenza si avvicina e più questo valore decresce. Le oscillazioni del valore temporale dell'opzione sono del tutto indipendenti dalle oscillazioni di valore dell'elemento coperto. Anche qui, dunque, un buon sistema per la valutazione dell'efficacia della copertura è escludere dalla stessa le variazioni del valore temporale. L'efficacia della copertura verrà quindi valutata confrontando le oscillazioni del valore intrinseco dell'opzione con le oscillazioni del fair value dell'elemento coperto.⁷⁸

L'efficacia della copertura deve essere verificata, oltre che all'inizio della relazione di copertura, in modo continuativo durante la sua esistenza, in sede di redazione del bilancio annuale o intermedio. Sulla base dell'attuale IAS 39, ad ogni data di valutazione è necessario effettuare sia il "*prospective test*", al fine di dimostrare l'efficacia attesa della copertura, sia il "*retrospective test*", per valutare ex-post il grado di efficacia di una copertura, ed è necessario che il risultato di entrambi i test rientri nel range sopra citato. Nell'ipotesi in cui la relazione di copertura risulti inefficace,

⁷⁸ Sahlian, Botea, Trașcă, op.cit., p.99.

l'azienda dovrà interrompere la contabilizzazione dell'operazione sulla base delle regole di hedge accounting dall'ultima data in cui l'efficacia è stata dimostrata, a meno che non riesca ad individuare la causa dell'inefficacia. In tal caso è possibile interrompere la contabilizzazione della copertura sulla base delle regole di hedge accounting solo dal momento in cui tale causa si è verificata, salva la possibilità, di riprogettare l'operazione e creare una nuova relazione di copertura.⁷⁹

La guida applicativa allo IAS 39 descrive come sia possibile valutare l'efficacia della copertura cumulativamente per la durata della relazione oppure per singolo periodo di verifica, documentando adeguatamente la scelta. Nel primo caso, possibile solo se la copertura è designata fin dall'inizio, anche se la copertura non dovesse rivelarsi altamente efficace per singolo periodo, persiste la possibilità di applicare le regole di hedge accounting qualora essa risulti in media altamente efficace per l'intera durata. Nell'ipotesi di valutazione per singolo periodo, invece, la contabilizzazione secondo le regole in oggetto dovrà essere interrotta anche se la copertura dovesse rivelarsi inefficace in un solo periodo.

2.2.2.4. Metodi di valutazione dell'efficacia

Lo IAS 39 non prevede particolari metodologie per la valutazione dell'efficacia della copertura.

Tuttavia possiamo ricordare le più diffuse nella prassi⁸⁰.

La *ratio analysis* (o *dollar offset method*) è un metodo di tipo matematico che si fonda sull'indice prima descritto 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. Il livello di rischio è misurato

⁷⁹ Marcon, op.cit., p.134-136.

⁸⁰ Cfr. Marcon, op. cit., p.136-138; Zanon, op. cit., p. 38-43; F. Dezzani, P.P.Biancone, D. Busso, *IAS/IFRS*, 2012, Ipsoa.

attraverso la deviazione standard delle variazioni di fair value o del valore atteso dei flussi di cassa.⁸¹

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 angolare della retta di regressione; “b” è l'intercetta della retta di regressione; “e” è la componente di errore stocastica.⁸²

Nel caso di copertura perfetta, la variazione di fair value della posta coperta dovrebbe coincidere con quella, di segno opposto, dello strumento di copertura. Il coefficiente angolare “a”, dunque, dovrebbe essere pari a -1 e l'intercetta “b” pari a zero. Nel caso in cui il coefficiente angolare assuma un valore compreso tra -0,8 e -1,25 non saremmo in presenza di una copertura perfetta ma sarà comunque altamente efficace.

Al fine di capire quanto i valori empirici osservati siano prossimi alla retta di regressione, risulta comunque necessario osservare il coefficiente di determinazione, i cui valori possono essere compresi tra 0 (se non esiste alcuna relazione tra le due variabili) e 1 (se la correlazione è perfetta).

La misurazione dell'efficacia della copertura, comunque, indipendentemente dalla metodologia utilizzata, può condurre a risultati ambigui.

Il principio, infatti, richiede che gli strumenti di copertura siano considerati nella loro interezza⁸³. Tuttavia, mentre nel valutare lo strumento di copertura è necessario quindi tenere in considerazione diverse tipologie di rischio, compreso il rischio di credito, sappiamo che le poste coperte possono essere scisse nelle diverse parti esposte a rischi specifici (oggetto di copertura).

⁸¹ Zanon, op.cit., p. 41.

⁸² Idem.

⁸³ Ricordiamo che le uniche eccezioni alla designazione del derivato di copertura nella sua interezza sono date dai contratti di opzione, per i quali è possibile designare ai fini di copertura solo il valore intrinseco, e i contratti forward, per i quali può essere designato ai fini di copertura solo la componente spot al fine di migliorare i risultati del test di efficacia.

2.2.2.5. Le tipologie di copertura

Come descritto dal paragrafo 86 dello IAS 39, le relazioni di copertura possono essere di tre tipi:

- *fair value hedge*: le coperture del fair value di attività o passività già iscritte in stato patrimoniale o di impegni irrevocabili;
- *cash flow hedge*: le coperture dei flussi finanziari futuri;
- *hedge of a net investment in a foreign entity*: le coperture di un investimento netto in gestioni estere.

Le relazioni “fair value hedge”

Le coperture di fair value (*fair value hedge*) sono finalizzate a coprire le variazioni sfavorevoli di fair value di un'attività o di una passività già iscritta in bilancio, di un impegno irrevocabile⁸⁴ non iscritto o di una loro parte identificata imputabile ad un particolare rischio, che potrebbe ripercuotersi in conto economico.

Se una relazione di copertura di questo tipo è efficace, crea un'esposizione al rischio che va nella direzione opposta rispetto a quella esistente sull'elemento coperto. Esempi di potenziali elementi coperti in questo caso sono crediti finanziari a tasso fisso e finanziamenti a tasso fisso.

Ai fini della qualificazione per l'hedge accounting, il rischio di fair value deve essere potenzialmente in grado di influenzare i guadagni riconosciuti, nel caso in cui non fosse oggetto di copertura.⁸⁵

La tipologia di copertura in oggetto può essere designata alla neutralizzazione delle variazioni di fair value nel suo complesso oppure di quelle imputabili solo ad alcuni rischi specifici,⁸⁶ ad eccezione, come già menzionato, delle attività finanziarie detenute fino a scadenza che possono essere oggetto di una relazione di copertura di questo tipo

⁸⁴ Un impegno irrevocabile è un obbligo contrattuale non ancora iscritto in bilancio ma destinato a dar luogo, in futuro, ad attività o passività di stato patrimoniale. Deve trattarsi di un impegno avente per oggetto lo scambio di una quantità fissata, a un determinato prezzo e ad una specifica data, vincolante per entrambe le parti.

⁸⁵ D. Sahlian, M. Botea, D.L. Trașcă, *Fair value hedging, between opportunity and necessity, Theoretical and Applied Economics*, Volume XX, 2013, n° 12 (589), p.98.

⁸⁶ Marcon, op. cit., p. 141.

solo con riferimento al rischio di credito o al rischio di cambio, nel caso in cui siano denominate in valuta estera.

Indipendentemente dalle disposizioni del criterio valutativo di riferimento, nel caso di applicazione delle regole di hedge accounting, la posta coperta viene valutata al fair value, allo stesso modo dello strumento derivato di copertura, con imputazione delle variazioni del valore a conto economico. Ciò avviene, appunto, anche nel caso in cui la posta coperta sia un elemento il cui normale criterio di valutazione differisce dal fair value.

Questo particolare trattamento contabile è finalizzato a eliminare l'asimmetria contabile che altrimenti si verificherebbe. In tal modo gli utili/perdite sull'elemento coperto e le perdite/utili sullo strumento di copertura confluiranno nello stesso 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 dunque 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. Le variazioni di fair value subite dalla posta coperta e non attribuibili allo specifico rischio oggetto di copertura, vengono contabilizzate secondo le normali regole stabilite per lo strumento coperto, come avverrebbe in assenza della copertura.⁸⁷

L'applicazione delle regole di hedge accounting risulta utile quando comporta una variazione dei criteri ordinari di valutazione. Ciò avviene nel caso in cui il sottostante sia costituito da strumenti disponibili per la vendita (valutati al fair value ma le cui variazioni finiscono in OCI) o da crediti e debiti (normalmente valutati al costo ammortizzato).

Al contrario, nel caso in cui l'elemento coperto appartenga alla categoria degli strumenti finanziari al fair value con impatto sul reddito d'esercizio (FVTPL), o nei casi in cui l'azienda abbia optato per l'esercizio della *fair value option* (che descriveremo più avanti), indipendentemente dalla relazione di copertura, viene meno anche la necessità dell'impresa di soddisfare i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di hedge accounting.

⁸⁷ Ibidem, p. 142.

Le relazioni di copertura in oggetto possono cessare per decisione dell'azienda, o in caso di cessione, scadenza o esercizio degli elementi che le compongono, o, infine, nel caso in cui la relazione non soddisfi più i requisiti per l'applicazione dell'hedge accounting.

Facciamo ora un semplice esempio per chiarire il funzionamento della contabilizzazione di un'operazione di copertura di questo tipo.

Supponiamo, per esempio, che l'azienda Alfa, in data 01/01/n abbia ottenuto un mutuo del valore di 500.000 euro, durata 3 anni, rimborso della quota capitale a fine periodo, tasso di interesse fisso del 4%, interessi trimestrali posticipati.

Supponiamo inoltre che una clausola contrattuale preveda la possibilità per il finanziatore di chiedere in qualsiasi momento il rimborso del prestito. Nel caso in cui il tasso di interesse di mercato diminuisca, dunque, il debitore potrebbe trovarsi obbligato a restituire un importo maggiore di quello inizialmente ottenuto a prestito. Il fair value del mutuo, infatti, essendo dato dall'attualizzazione al tasso corrente di mercato dei flussi finanziari connessi (in questo caso fissi), aumenterebbe.

Contestualmente, quindi, l'azienda sottoscrive un IRS che prevede il pagamento del tasso variabile Euribor a tre mesi e la ricezione del tasso fisso del 4%, le cui caratteristiche tecniche (in termini di durata, pagamento interessi, nozionale, ecc.) corrispondono a quelle del mutuo. Ipotizziamo una copertura perfetta (efficacia pari al 100%).

All' 01/01/n l'azienda rileva in contabilità l'ottenimento del mutuo. Si ipotizza che il fair value dello strumento di copertura a tale data sia nullo e non si procede dunque a nessuna rilevazione contabile ad esso relativa.

Variazioni	Denominazione conto	Dare/Avere	Dare	Avere
VFP	Banca c/c	D	500.000	
VFN	Mutui passivi	A		500.000

Al 31/03/n avremmo la rilevazione degli interessi da pagare sul mutuo e del differenziale sul derivato.

La rilevazione degli interessi sul mutuo sarà:

interessi trimestrali: $500.000 * 0,04 * 1/4 = 5.000$

VEN	Interessi passivi	D	5.000	
VFP	Banca c/c	A		5.000

Procediamo ora alla rilevazione del differenziale IRS, ipotizzando che l'Euribor alla fine del trimestre precedente sia pari al 3,5%:

interessi "floating-leg": $500.000 * 0,035 * 1/4 = 4.375$

interessi "fixed-leg": $500.000 * 0,04 * 1/4 = 5.000$

differenziale IRS: $5.000 - 4.375 = 625$

VFP	Banca c/c	D	625	
VEN	Diff. IRS	A		625

Ipotizzando, a fini semplificativi che l'Euribor rimanga stabile nei 2 periodi seguenti, le due rilevazioni appena viste saranno valide anche per quanto riguarda le rilevazioni al 30/06/n e al 30/09/n.

Ipotizziamo ora che alla fine del terzo trimestre dell'anno n l'Euribor scenda al 3%.

Per quanto riguarda gli interessi fissi sul mutuo, la rilevazione al 31/12/n rimarrà la stessa:

interessi trimestrali sul mutuo: $500.000 * 0,04 * 1/4 = 5.000$

VEN	Interessi passivi	D	5.000	
VFN	Banca c/c	A		5.000

Per quanto riguarda i differenziali IRS, invece:

interessi "floating-leg": $500.000 * 0,03 * 1/4 = 3.750$

interessi "fixed-leg": $500.000 * 0,04 * 1/4 = 5.000$

differenziale IRS: $5000 - 3750 = 1.250$

VFP	Banca c/c	D	1.250	
VEP	Diff. IRS	A		1.250

Quello che più ci interessa però, riguarda l'andamento del fair value. Senza soffermarci in un calcolo dettagliato, immaginiamo che, data la diminuzione del tasso di mercato, il fair value del mutuo aumenti di 10.000 € e il fair value del derivato di copertura sia pari a 10.000 €.

Avendo ipotizzato una copertura perfetta, le variazioni di fair value dell'elemento coperto e del derivato di copertura si compenseranno esattamente. La rilevazione del fair value del mutuo sarà dunque pari a:

VEN	Oneri finanziari	D	10.000
VFN	Mutui passivi	A	10.000

Infine, la rilevazione del fair value dello swap sarà:

VFP	Crediti IRS	D	10.000
VEP	Proventi fin.	A	10.000

Ai fini semplificativi abbiamo immaginato una copertura perfetta. È importante sottolineare però che, anche in presenza di una copertura altamente efficace ma non perfetta (underhedging o overhedging), nel caso di fair value hedge, l'intera variazione di fair value confluisce in conto economico (senza distinzione dunque tra parte efficace della copertura e parte inefficace).

Le relazioni “cash flow hedge”

Con il concetto di *cash flow hedge* si fa riferimento alla copertura dell'esposizione alla variabilità dei flussi finanziari che risulta attribuibile ad un particolare rischio associato ad una attività o passività riconosciuta in bilancio o ad un'operazione altamente probabile (*forecast transaction*)⁸⁸ che potrebbe influire in conto economico.

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 (vedi Marcon, op. cit., p.149), come avviene nel caso di impegno irrevocabile (potenziale oggetto di una copertura di fair value).

Queste tipologie di coperture hanno l'obiettivo di proteggere l'azienda da oscillazioni sfavorevoli dei flussi finanziari futuri; in altre parole, di evitare il pagamento di maggiori oneri sui 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.

Dato che la posta coperta ha manifestazione finanziaria futura, le variazioni di fair value sul derivato non possono essere imputate al reddito d'esercizio, per non dar luogo ad asimmetrie contabili.

Le regole di *cash flow hedge* prevedono la contabilizzazione dello strumento derivato al fair value. La parte efficace di utile/perdita sullo strumento di copertura deve essere rilevata in una riserva di patrimonio netto e rappresentata nell'OCI. La parte inefficace invece deve essere imputata a conto economico e concorrerà alla formazione del risultato d'esercizio.⁸⁹

Per quanto riguarda l'elemento coperto, nessuna rilevazione deve essere fatta con riferimento ai flussi finanziari futuri. Nel momento in cui questi si manifesteranno andando ad impattare in conto economico, la corrispondente riserva di patrimonio netto verrà stornata e imputata anch'essa a conto economico (meccanismo del *recycling*).

Le variazioni di fair value dello strumento di copertura causate da rischi diversi da quelli coperti dovranno essere imputate direttamente a conto economico, così come avviene per la componente del derivato eventualmente esclusa dalla relazione di copertura (ciò può accadere per il valore temporale di un'opzione o per la componente a termine di un contratto forward) nel caso di designazione ai fini di copertura di una sola parte dello strumento derivato (rispettivamente il valore intrinseco e la componente a pronti).

Come spiega la Guida Applicativa dello IAS 39, per valutare un'operazione come altamente probabile è necessario valutare la frequenza di operazioni affini e dal valore analogo avvenute in passato, la capacità dell'azienda di portare a termine l'operazione in questione, sia dal punto di vista operativo che finanziario, la gravità del danno eventualmente derivante dalla mancata realizzazione dell'operazione, le alternative disponibili per raggiungere il medesimo fine, la congruenza rispetto al piano aziendale (o la coerenza dell'operazione in oggetto con le linee strategiche definite dallo stesso) e la distanza temporale dal momento di manifestazione dell'operazione.

⁸⁹ Nel parlare di parte inefficace, si fa riferimento a quanto una copertura altamente efficace (rientrante nel range 80-125%) si discosta da una copertura perfetta (il cui indice dà un rapporto pari al 100%).

In base allo IAS 39, la riserva di patrimonio netto deve essere trasferita a conto economico nell'esercizio (o negli esercizi) in cui i flussi finanziari oggetto di copertura vengono a manifestarsi.

Nel caso in cui invece la manifestazione dell'operazione altamente probabile dia luogo all'iscrizione di un'attività o una passività finanziaria nello stato patrimoniale, la riserva deve essere stornata sulla base del metodo *no basis adjustment* che prevede lo storno progressivo della stessa nel momento in cui l'attività/passività andrà a influenzare il reddito d'esercizio.

Nel caso in cui infine l'operazione dia luogo all'iscrizione in stato patrimoniale di un'attività o passività non finanziaria, la società può procedere secondo il metodo appena esposto o, al contrario, secondo il metodo *basis adjustment*, stornando interamente la riserva in questione e portandola a riduzione del valore di iscrizione iniziale dell'attività o passività non finanziaria.

La valutazione della parte efficace della copertura presenta alcune difficoltà, dovute anche al fatto che l'elemento coperto non è ancora rilevato in stato patrimoniale.

Nonostante non vi siano delle particolari prescrizioni da parte dello IAS 39 in merito al metodo di valutazione dell'efficacia della copertura, la Guida Applicativa suggerisce a tal fine due metodologie: il *metodo del derivato ipotetico* e il *metodo dei cambiamenti nel fair value*.

Il metodo del derivato ipotetico (*hypothetical derivative method*) misura l'efficacia della copertura sulla base della differenza tra la variazione di fair value del derivato di copertura effettivamente sottoscritto e quella di un derivato ipotetico che permetterebbe di avere una copertura perfetta. In questo caso il fair value del derivato teorico è utilizzato come un'approssimazione del fair value dei futuri flussi di cassa coperti.⁹⁰

Il metodo dei cambiamenti nel fair value (*changes in fair value method*) invece viene usato soprattutto nel caso in cui i flussi di cassa siano esposti al rischio di tasso di interesse e prevede la determinazione della variazione di fair value dei flussi di cassa coperti considerandoli costanti sulla base della curva dei tassi di interesse esistente al momento della rilevazione iniziale dell'attività/passività finanziaria e attualizzandoli

⁹⁰ F. Dezzani, P. Biancone, D. Busso, *IAS/IFRS*, 2012, Ipsoa.

sulla base della curva dei tassi di interesse esistente al momento della misurazione dell'inefficacia.⁹¹

Tra le cause di interruzione di una relazione di copertura di tipo cash flow hedge troviamo innanzitutto le stesse cause di interruzione previste nel caso di copertura del fair value, per le quali si rimanda al paragrafo precedente. In tutti questi casi, la riserva di patrimonio netto che ha accolto, fino a quel momento, le variazioni di fair value del derivato di copertura, rimane iscritta in stato patrimoniale fino al momento in cui i flussi finanziari per la protezione dei quali la copertura era stata posta in essere impattano in conto economico.

Altro caso in cui una relazione di copertura *cash flow hedge* viene meno si ha nel momento in cui un'operazione inizialmente considerata altamente probabile non si verifica o non è più considerata come tale. In questo caso la riserva di patrimonio netto deve essere immediatamente riclassificata in conto economico.

Poniamo ora un semplice esempio per vedere come funziona effettivamente la contabilizzazione delle operazioni di copertura di tipo cash flow hedge.

Si suppone che un'azienda, in data 01/01/n abbia ottenuto un mutuo di 1.000.000 €, durata 3 anni, rimborso della quota capitale alla fine del terzo anno, tasso di interesse variabile pari all'Euribor a 3 mesi, interessi trimestrali posticipati.

L'azienda in questione teme un aumento dei tassi di mercato che la porterebbe a pagare maggiori oneri sul mutuo. Contestualmente dunque sottoscrive un IRS con le stesse caratteristiche tecniche del mutuo, con il quale incassa il tasso variabile e paga un tasso fisso pari al 4 %. Ipotizziamo un'efficacia del rapporto di copertura pari al 100% e un tasso Euribor alla fine dell'esercizio n-1 pari al 3%.

Al momento dell'accensione del mutuo avremmo la seguente rilevazione contabile:

VFP	Banca c/c	D	1.000.000	
VFN	Mutui passivi	A		1.000.000

Al momento dell'acquisto dello swap non avremmo alcuna rilevazione contabile ad esso relativa in quanto si ipotizza che sia stato stipulato a condizioni di mercato.

⁹¹ Marcon, op. cit., p.152.

Calcoliamo ora gli interessi trimestrali sul mutuo e i differenziali IRS e vediamo le rilevazioni contabili che avremo in data 31/03/n:

interessi sul mutuo: $1.000.000 * 0,03 * 1/4 = 7.500$

VEN	Interessi passivi	D	7.500	
VFN	Banca c/c	A		7.500

Differenziale IRS:

interessi "floating-leg": $1.000.000 * 0,03 * 1/4 = 7.500$

interessi "fixed-leg": $1.000.000 * 0,04 * 1/4 = 10.000$

differenziale IRS: $10.000 - 7.500 = 2.500$

VEN	Diff. IRS	D	2.500	
VFN	Banca c/c	A		2.500

Gli interessi complessivamente pagati al 31/03/n sono pari a 10.000 €.

Al fine di non dilungarci troppo, supponiamo che nei 2 periodi successivi l'Euribor rimanga stabile e le rilevazioni contabile e gli esborsi al 30/06/n e al 30/09/n siano identici a quelli appena illustrati.

Al 31/12/n, oltre alla rilevazione e al pagamento dei soliti interessi trimestrali, dovremmo procedere anche alla rilevazione del fair value dello strumento derivato.

Supponiamo che negli ultimi giorni dell'anno n l'Euribor sia pari al 4,5 % e che il fair value dello swap sia positivo per 20.000 €.

Interessi sul mutuo: $1.000.000 * 0,045 * 1/4 = 11.250$

VEN	Interessi passivi	D	11.250	
VFN	Banca c/c	A		11.250

Differenziali IRS:

interessi "floating-leg": $1.000.000 * 0,045 * 1/4 = 11.250$

interessi "fixed-leg": $1.000.000 * 0,04 * 1/4 = 10.000$

differenziale IRS: $11.250 - 10.000 = 1.250$

VFP	Banca c/c	D	1.250
VEP	Diff. IRS	A	1.250

Gli interessi complessivamente pagati, ancora una volta, sono pari a 10.000 €.

Rilevazione del fair value dello swap:

VFP	Crediti IRS	D	20.000
VEP	Ris. cash flow hedge	A	20.000

I proventi finanziari non concorreranno alla formazione del reddito d'esercizio ma verranno rilevati nell'other comprehensive income per poi confluire nella riserva di cash flow hedge di patrimonio netto. Quest'ultima sarà utilizzata negli esercizi successivi nel caso in cui gli interessi sul mutuo aumentino.

Per la rilevazione degli interessi del primo trimestre dell' n+1 supponiamo che l'Euribor a 3 mesi salga al 5,5 %.

*Interessi sul mutuo: $1.000.000 * 0,055 * 1/4 = 13.750$*

VEN	Interessi passivi	D	13.750
VFN	Banca c/c	A	13.750

Differenziali IRS:

*interessi "floating-leg": $1.000.000 * 0,055 * 1/4 = 13.750$*

*interessi "fixed-leg": $1.000.000 * 0,04 * 1/4 = 10.000$*

differenziali IRS: $13.750 - 10.000 = 3.750$

L'incasso di denaro generato dallo swap, in questo caso, darà luogo alla riduzione del Credito IRS rilevato al 31/12/n; la riserva di patrimonio netto invece verrà stornata per l'importo in questione (3.750 €) e imputata a conto economico, concorrendo alla formazione del reddito d'esercizio e bilanciando gli interessi passivi sul mutuo.

Avremmo dunque le seguenti scritture:

VFP	Banca c/c	D	3.750
VFN	Crediti IRS	A	3.750

VEN	Ris. cash flow hedge	D	3.750
VEP	Proventi fin.	A	3.750

In tal modo l'impatto sul reddito d'esercizio sarà pari a 10.000 €, ossia al tasso fisso pagato sull'IRS e l'azienda sarà riuscita a neutralizzare l'aumento del tasso di interesse.

In questo esempio abbiamo ipotizzato una copertura perfetta. Se così non fosse ricordiamo che la parte inefficace della copertura a fine esercizio va imputata a conto economico, e non nella riserva di patrimonio netto.

Le relazioni “hedge of a net investment in a foreign entity”

Per quanto riguarda la copertura di un investimento in una gestione estera, lo IAS 39 rimanda allo IAS 21.

Gli investimenti in gestioni estere consistono nel possesso, da parte di una holding, di azioni o partecipazioni in società controllate, collegate o a controllo congiunto la cui valuta funzionale è diversa da quella di presentazione del bilancio consolidato, contabilizzate con il metodo del patrimonio netto.

Lo IAS 21 prescrive la metodologia 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.⁹²

Le variazioni di valore dovute alle oscillazioni del tasso di cambio che derivano dal processo di conversione devono essere iscritte nell'OCI e contestualmente in una riserva di patrimonio netto. Quest'ultima verrà stornata nel momento della dismissione della

⁹² Ibidem, p. 161.

partecipazione nella società estera e imputata al reddito d'esercizio, in conto economico. In tal modo le differenze di cambio accumulate nel corso degli esercizi concorreranno a formare il risultato dell'esercizio di realizzazione insieme all'eventuale plusvalenza o minusvalenza derivante dalla cessione della partecipazione.

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.

Anche qui, nel caso in cui il derivato sia un contratto a termine o un'opzione, inoltre, l'azienda può decidere di designare ai fini di copertura tutto il valore del derivato o, rispettivamente, solo la componente spot del contratto a termine o il valore intrinseco nel caso dell'opzione. In quest'ultima ipotesi confluiranno in conto economico complessivo solo le variazioni di fair value del derivato dovute alla componente a pronti o all'oscillazione del valore intrinseco dell'opzione, mentre la restante parte (componente a termine del contratto forward o valore temporale dell'opzione) confluirà in conto economico tra le componenti del reddito d'esercizio.

2.2.3. La fair value option

Come già accennato, attraverso l'esercizio della *fair value option*, è possibile valutare al fair value qualunque strumento finanziario, con imputazione delle variazioni dello stesso direttamente al reddito d'esercizio.

Grazie a questa possibilità, l'azienda può classificare in tale categoria anche attività non strettamente destinate alla negoziazione al fine di ridurre alcune anomalie che deriverebbero dall'applicazione di un modello valutativo ibrido. La *fair value option* può essere esercitata solo al momento della rilevazione iniziale e in particolari circostanze⁹³.

Il primo caso di adozione dell'opzione in oggetto, e il più interessante ai nostri fini, si ha quando elimina o riduce significativamente le asimmetrie contabili (*accounting mismatch*) che deriverebbero da valutazioni in base a principi contabili diversi di attività o passività che si compensano naturalmente o di componenti di reddito di attività o passività tra loro collegate. Ciò è quanto avviene nel caso di derivato di copertura ed elemento coperto.

Sappiamo che l'applicazione delle regole di hedge accounting è subordinata, oltre che alla volontà dell'azienda, ad una serie di requisiti, al superamento dei test di valutazione dell'efficacia della copertura e alla predisposizione di una particolare documentazione. Nella situazione in cui l'azienda, per scelta o per impossibilità di farlo, non applichi le regole di hedge accounting potrebbe decidere di esercitare la *fair value option* al fine di rappresentare la sostanza economica dell'operazione di copertura. Si tratta di una strategia meno onerosa rispetto all'hedge accounting in quanto è sufficiente dimostrare il miglioramento nella rappresentazione contabile dell'operazione e fornire una serie di informazioni nella nota integrativa⁹⁴.

Grazie a questa possibilità, anche lo strumento coperto sarebbe valutato al fair value con imputazione delle variazioni a conto economico, come avviene per il derivato di copertura.

Tuttavia, l'adozione della *fair value option* in alternativa alle regole di hedge accounting appare valida solo nel caso di copertura del fair value di attività o passività finanziarie già iscritte in bilancio. Risulta quindi un'alternativa alla *fair value hedge* ma non è efficace nel caso di copertura dei flussi finanziari futuri o di investimenti in gestioni estere.

⁹³ C. Marcon, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013, p. 84-85.

⁹⁴ Si tratta in particolare di informazioni concernenti gli effetti delle variazioni di fair value in conto economico e in stato patrimoniale, i criteri usati per distinguere gli strumenti per la valutazione dei quali si può utilizzare l'opzione in parola, le modalità di esercizio della stessa al fine di garantire l'osservanza delle regole imposte dallo IAS 39 e l'ammontare della variazione di fair value di attività o passività imputabile al rischio di credito.

Come già detto, la *fair value option* può essere esercitata solo in sede di rilevazione iniziale dello strumento finanziario ed è irrevocabile. Inoltre può essere esercitata solo con riferimento agli strumenti finanziari e per il loro intero valore.

Per quanto concerne la posta coperta, non è possibile procedere alla copertura di uno specifico rischio, ma l'intero fair value deve essere oggetto di copertura. Nella *fair value option* dunque, a differenza di quanto avviene nel caso di adozione delle regole di hedge accounting, si ha l'imputazione in conto economico della complessiva variazione di fair value dell'elemento coperto, che potrebbe dunque essere causata da una molteplicità di rischi.

Una seconda fattispecie in presenza della quale la *fair value option* può tornare utile si ha quando la società gestisce un gruppo di attività o passività finanziarie il cui rendimento è valutato al fair value. In questo caso è necessario il rispetto di una serie di condizioni attinenti la documentazione della strategia di gestione di tale portafoglio.

Un terzo caso si ha quando si è in presenza di un derivato incorporato in uno strumento non derivato. Il derivato incorporato può modificare i flussi finanziari dello strumento principale, essendo esposto al rischio di oscillazione di tassi di interesse, tassi di cambio, prezzo commodity o altre variabili piuttosto volatili.

Lo IAS 39 prevede, in linea generale, che il derivato sia scorporato dal contratto primario e valutato al fair value con imputazione a conto economico. Per procedere a tale separazione è però necessario che le caratteristiche e i rischi ai quali risulta esposto il contratto derivato non siano strettamente interconnessi a quelli del contratto primario, le caratteristiche dello strumento incorporato permettano di classificarlo come strumento derivato e lo strumento complessivo non sia valutato al fair value. Se invece la separazione non è ammessa il derivato seguirà le regole di contabilizzazione previste per lo strumento primario.

Tuttavia, a meno che il derivato non modifichi significativamente i flussi di cassa del contratto o ne sia proibita la separazione, è possibile optare per la designazione dell'intero contratto ibrido come strumento finanziario valutato al fair value rilevato nel reddito d'esercizio.

2.2.4. L'IFRS 7: la *disclosure* sugli strumenti finanziari derivati

Posto che gli schemi di bilancio previsti dai principi contabili internazionali sono molto più flessibili rispetto a quelli richiesti dalla normativa nazionale, e che lo IAS 1 non richiede alcuna voce specifica riguardante i derivati, si ritiene che debbano essere inserite in bilancio delle specifiche voci relative a tali strumenti nel momento in cui essi abbiano un'incidenza non irrilevante.⁹⁵

Come abbiamo spiegato, i derivati di negoziazione vengono iscritti in stato patrimoniale tra le attività/passività finanziarie valutate al fair value con effetti in conto economico (FVTPL), quindi tra le attività o passività correnti a seconda che il fair value sia positivo o negativo. I derivati di copertura invece vengono iscritti tra le attività/passività correnti o non correnti a seconda che la relazione di copertura sia destinata a concludersi nel breve o nel lungo termine.⁹⁶

Come già spiegato nei paragrafi precedenti, nel caso di copertura dei flussi finanziari o di investimenti in gestioni estere, la parte efficace delle variazioni di fair value maturate sul derivato deve essere iscritta nell'OCI.

Per quanto riguarda invece l'impatto sul reddito d'esercizio, di rilevante importanza risultano i derivati di negoziazione, le cui variazioni di fair value confluiscono direttamente in conto economico allo stesso modo delle variazioni di valore delle coperture di tipo *fair value hedge* e della parte inefficace delle coperture *cash flow hedge* e *hedge of a net investment in a foreign entity*.

Tuttavia le variazioni di fair value relative ai derivati di negoziazione vengono iscritte in conto economico tra i proventi o oneri finanziari, mentre quelle relative ai derivati di copertura possono essere rilevate, oltre che tra i componenti finanziari, anche tra i proventi/oneri operativi, a seconda della tipologia di rischio oggetto di copertura.

Vediamo dunque che, nonostante siano previste una serie di regole di valutazione e di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, non è richiesto l'inserimento di specifiche voci in merito ad essi all'interno degli schemi di bilancio.

Di estrema rilevanza con riferimento ai derivati risulta quindi l'IFRS 7 (*Financial Instruments: Disclosures*) che prevede una serie di informazioni integrative che

⁹⁵ Marcon, op. cit., p. 165.

⁹⁶ Idem.

L'impresa dovrebbe fornire nelle note al bilancio tra le quali le più interessanti ai nostri fini sono quelle inerenti le strategie di copertura.

Sulla base dell'IFRS 7, nelle note al bilancio, le imprese devono fornire un'adeguata informativa in merito ai rischi ai quali sono esposte, alle strategie intraprese per la loro copertura, alle transazioni attuate a tal fine, al fair value degli strumenti derivati di copertura e agli impatti delle operazioni di copertura in conto economico e in stato patrimoniale.

In particolare, l'IFRS 7 dedica agli strumenti finanziari derivati i paragrafi 22, 23 e 24, paragrafi che si sono rivelati molto utili ai fini della nostra indagine empirica per valutare il livello di *disclosure* relativo agli strumenti in oggetto.

Innanzitutto, il paragrafo 22 richiede che, per ogni tipologia di copertura prevista dallo IAS 39, l'azienda fornisca separatamente:

- una descrizione della stessa tipologia di copertura;
- la descrizione degli strumenti finanziari designati come di copertura;
- la natura dei rischi oggetto di copertura.

Il paragrafo successivo invece fa riferimento alle coperture dei flussi finanziari e richiede:

- informazioni in merito ai periodi in cui ci si aspetta che i flussi finanziari si manifestino e quelli in cui andranno a impattare in conto economico;
- una descrizione delle transazioni altamente probabili per la copertura delle quali si era inizialmente optato per l'adozione della cash flow hedge ma che si prevede non si manifesteranno più;
- l'importo riconosciuto durante l'esercizio nell'other comprehensive income;
- l'importo stornato dalla riserva di copertura e riconosciuto in conto economico, con indicazione del valore imputato a ogni voce di conto economico;
- l'importo stornato dalla riserva di copertura e imputato a costo iniziale di attività o passività finanziarie, oggetto di copertura iniziale come operazione altamente probabile.

Sulla base del paragrafo 24 infine, un'impresa deve fornire una serie di informazioni:

- per quanto riguarda le coperture di *fair value*, in merito agli utili o alle perdite sullo strumento di copertura e sull'elemento coperto, imputabili al rischio coperto;

- per quanto riguarda le coperture *cash flow hedge* e *hedge of a net investment in a foreign entity*, relativamente alla parte inefficace della copertura riconosciuta in conto economico.

Lo standard in questione, invece, non prevede alcuna disposizione in merito ai derivati di negoziazione. Tuttavia è possibile fare riferimento alle prescrizioni relative agli strumenti finanziari in generale per affermare che i principi contabili internazionali, anche in merito ai derivati speculativi, richiedono una serie di informazioni relative al fair value e al metodo della sua determinazione, al livello gerarchico di appartenenza e all'impatto da questi prodotto negli schemi di bilancio.

2.2.5. L'IFRS 9: il progetto di riforma⁹⁷

Le regole di hedge accounting previste dallo IAS 39 sono sempre state da molti criticate per la loro complessità interpretativa ed applicativa.

Alla luce di tutto ciò, nel 2005, lo IASB e il FASB (organismo statunitense) hanno intrapreso un progetto di riforma finalizzato a semplificare i criteri di contabilizzazione degli strumenti finanziari, a consentire una maggiore trasparenza in bilancio e ad omogeneizzare gli standard europei e quelli statunitensi.

Il primo risultato di tale processo si ebbe nel marzo 2008 con l'emanazione di un "discussion paper" intitolato *Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments* in cui lo IASB illustrò i problemi relativi alla valorizzazione degli strumenti finanziari, gli approcci più immediati per la misurazione del loro valore e le relative difficoltà e le ragioni per le quali aveva sempre ritenuto che il fair value fosse il miglior criterio di valutazione per tutti gli strumenti finanziari (salvo poche eccezioni).⁹⁸

A seguito della crisi finanziaria iniziata poi nel 2008 (che mise in luce i punti critici della valutazione al fair value) e delle raccomandazioni provenienti da alcuni organismi

⁹⁷ Cfr. C. Marcon, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013; P.A. Bentley, M.A. Franklin, *Which international cultures favor disclosure of risk*, *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, Vol. 7, n°2, 2013; R. Parisotto, *IAS 39: un principio contabile tormentato*; EY, *Hedge accounting under IFRS 9*, Applying IFRS, February 2014; J. Mc Carrol, G.R. Khatri, *Aligning hedge accounting with risk management*, Financial Reporting, Accountancy Ireland, April 2014, Vol. 46, n°2; S. Cunico, F. Housa, *IFRS 9 Hedge Accounting – the proposals, opportunities and implementation*, Reporting, November 2013.

⁹⁸ P.A. Bentley, M.A. Franklin, *Which international cultures favor disclosure of risk*, *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, Vol. 7, n°2, 2013.

internazionali, il processo in questione subì una forte accelerazione con l'obiettivo, tra gli altri, di semplificare il trattamento contabile degli strumenti finanziari e ridurre l'ambito di applicazione del fair value.

Il progetto di riforma volto alla sostituzione dello IAS 39 si articola in tre fasi, al termine di ognuna delle quali verrà completato un paragrafo da inserire nell'IFRS 9 e si procederà al relativo svuotamento dello IAS 39.

La prima fase riguarda la classificazione e la valutazione degli strumenti finanziari. Nel novembre 2009 lo IASB ha emesso i paragrafi dell'IFRS 9 (*Financial Instruments*) relativi alle attività finanziarie e nell'ottobre 2010 ha completato quelli relativi alle passività finanziarie.

Molti strumenti finanziari presentano delle caratteristiche miste e complesse, come accade nel caso delle opzioni esotiche, e non risultano facilmente classificabili in una delle categorie di attività o passività previste dallo IAS 39.

Quest'ultimo, inoltre, prescrive diversi metodi per la valutazione degli strumenti finanziari⁹⁹, al punto che lo stesso elemento potrebbe essere valutato diversamente a seconda delle intenzioni del management, dell'eventuale esercizio della fair value option, del rispetto dei requisiti per l'applicazione dell'hedge accounting.

Potremmo assistere anche a casi in cui uno stesso strumento finanziario sia valutato sulla base di più criteri, come avviene nel caso in cui solo una parte dello stesso sia designata a copertura di un determinato rischio.

Infine, anche solo la rilevanza attribuita al criterio del fair value e l'adozione dello stesso, date le oscillazioni delle variabili di mercato, comporta una forte volatilità del reddito d'esercizio e del patrimonio di funzionamento.

La seconda fase, che ai fini del presente elaborato presenta un interesse marginale, riguarda la metodologia dell'*impairment* per la riduzione del valore delle attività finanziarie, che ha condotto alla pubblicazione dell'*Exposure Draft* del 2009 (*Financial Instruments: Amortized Cost and Impairment*) e di un suo supplemento nel gennaio 2011 (*Financial Instruments: Impairments*). Per quanto riguarda la tematica della

⁹⁹ Dal fair value con imputazione delle variazioni al reddito di esercizio (come avviene nel caso di strumenti finanziari detenuti per la negoziazione), al fair value con imputazione della quota efficace della copertura nell'*other comprehensive income* e della componente inefficace in conto economico (come nel caso di copertura cash flow hedge o hedge of net investments in foreign operations); al costo o al costo ammortizzato per gli strumenti finanziari per i quali non esiste un mercato attivo.

riduzione del valore degli strumenti finanziari, lo IAS 39 impedisce di includere, in sede di determinazione del tasso effettivo di rendimento di attività o passività finanziarie, le valutazioni relative al rischio di credito futuro dell'emittente, permettendo le svalutazioni solo nel caso di effettiva perdita subita.

L'IFRS 9, invece intende utilizzare la valutazione del rischio di credito dell'emittente per determinare il tasso effettivo di rendimento e, in tal modo, ripartire le perdite attese lungo la vita dello strumento finanziario, modello questo non poco criticato.

Ciò che più ci interessa in questa sede è l'ultima fase del progetto che ha portato a una pubblicazione, la *Final Draft* del 2012, contenente disposizioni in materia di hedge accounting che andranno a far parte dell'IFRS 9.

A causa dei troppi requisiti richiesti per l'applicazione delle regole di hedge accounting, infatti, spesso un'azienda che designa strumenti derivati ai fini di copertura è costretta a contabilizzarli come fossero derivati speculativi. In tal modo risulta difficile trasmettere in bilancio la finalità economica dell'operazione.

Data inoltre l'onerosità che la disciplina dell'hedge accounting porta con sé, spesso le imprese sono indotte a porre in essere delle coperture non ottimali pur di non generare asimmetrie contabili eliminabili solo ricorrendo all'applicazione delle regole in oggetto. Rispetto allo IAS 39, il nuovo standard IFRS 9, grazie anche a una maggiore flessibilità nei requisiti richiesti per l'applicazione delle regole in questione, mira ad allineare la contabilizzazione delle operazioni di copertura con le attività di risk management effettivamente intraprese dall'azienda. Il nuovo approccio permetterà a molte imprese, in particolare a quelle non finanziarie, di applicare le regole di hedge accounting e, combinato a una maggior *disclosure*, consentirà al bilancio di riflettere l'effettiva sostanza economica delle operazioni.

2.2.5.1. La classificazione degli strumenti finanziari sulla base del nuovo IFRS 9

L'IFRS 9, come già accennato, mira ad eliminare la complessità derivante dalla suddivisione effettuata dallo IAS 39 delle attività finanziarie in quattro categorie classificandole in due sole categorie: le attività finanziarie valutate al fair value e le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato.

In particolare il paragrafo 4 dell'IFRS 9 prescrive la valutazione delle attività finanziarie al fair value o al costo ammortizzato non tanto sulla base della destinazione data dal management ad ogni strumento ma sulla base del modello di business dell'entità per la gestione degli stessi e delle caratteristiche contrattuali dei flussi di cassa da essi derivanti.

Un'attività finanziaria deve essere valutata al costo ammortizzato se, contemporaneamente¹⁰⁰:

- è detenuta nell'ambito di un modello di gestione il cui obiettivo è quello di incassare i flussi finanziari previsti contrattualmente (*business model test*);
- le condizioni contrattuali permettono di qualificare lo strumento come un prestito. Devono dunque dar luogo a flussi finanziari (fissi o variabili, ma comunque legati a indicatori predeterminati), a date prefissate, costituiti unicamente dalla quota capitale e dagli interessi sul capitale da rimborsare che, a sua volta, deve comprendere unicamente il valore temporale del denaro e il compenso per l'esposizione al rischio di credito del debitore (*contractual cash flow characteristic test*).

Se una o entrambe le condizioni appena descritte non vengono rispettate, l'attività viene valutata al fair value.

La valutazione al costo ammortizzato di uno strumento finanziario, inoltre, secondo l'IFRS 9, non dipende dalla detenzione dello strumento finanziario fino alla scadenza. È permessa infatti l'alienazione, per particolari motivi, dello strumento finanziario prima della scadenza purchè non vengano modificate le modalità di gestione dell'intero portafoglio di appartenenza dello strumento, senza che venga applicato il meccanismo (previsto invece dallo IAS 39) della *tainting rule*. È previsto l'obbligo di riclassificazione delle attività finanziarie solo in caso di modificazione del modello di gestione delle stesse.

Tuttavia, anche se un'attività finanziaria rispetta i requisiti sopra esposti per essere valutata al costo ammortizzato, potrebbe essere valutata al fair value con imputazione delle variazioni al reddito d'esercizio nel caso di esercizio della fair value option, facoltà prevista anche dall'IFRS 9 nell'ipotesi in cui permetta di eliminare o ridurre eventuali asimmetrie contabili.

¹⁰⁰ IASB, IFRS 9, *Financial Instruments*, par.4.

Altra differenza rispetto allo IAS 39, volta a semplificare il trattamento contabile, consiste nel divieto previsto dall'IFRS 9 di valutare separatamente i derivati incorporati in altri contratti ibridi. Come afferma il paragrafo 4.3.2 infatti, l'entità deve valutare al fair value o al costo ammortizzato l'intero contratto ibrido. È possibile procedere alla rilevazione separata del contratto ospite e del derivato incorporato solo nel caso in cui il primo non sia un'attività finanziaria e il fair value del derivato sia attendibilmente determinabile, salva la possibilità di applicare comunque (anche nel caso di impossibilità a procedere alla valutazione separata) la fair value option all'intero contratto ibrido.

A fine esercizio le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato sono sottoposte a impairment test sulla base delle disposizioni dello IAS 39 al momento in vigore, mentre per quanto riguarda le attività finanziarie valutate al fair value si assiste alla rilevazione di utili o perdite da fair value imputate a reddito d'esercizio, salvo il caso in cui lo strumento in questione sia un derivato stipulato con finalità di copertura e contabilizzato sulla base delle regole di hedge accounting o si tratti di un investimento azionario detenuto con finalità diverse da quelle di trading la cui variazione è stata riconosciuta in OCI¹⁰¹. Sulla base del nuovo IFRS 9, infatti, nel caso di detenzione di strumenti rappresentativi di capitale con finalità strategiche, è possibile scegliere irrevocabilmente, al momento della rilevazione contabile iniziale, se imputare le variazioni di fair value in reddito netto o in OCI. In quest'ultima situazione, tali importi, in caso di cessione o cancellazione dello strumento, vengono trasferiti in un'altra riserva di patrimonio netto, senza concorrere mai dunque alla formazione del reddito d'esercizio. Al contrario, i dividendi incassati dalle partecipate, concorrono sempre e comunque alla formazione del reddito d'esercizio.

Per quanto concerne le passività finanziarie, l'IFRS 9 non ha apportato modifiche a quanto già previsto dallo IAS 39, mantenendo in tal modo la distinzione tra passività finanziarie valutate al costo ammortizzato e passività finanziarie valutate al fair value.

Un aspetto rilevante che ha subito delle importanti modifiche nel passaggio da IAS 39 a IFRS 9 riguarda l'esercizio della fair value option con riferimento alle passività finanziarie.

¹⁰¹ Marcon, op. cit., p.180.

Nel caso di peggioramento del merito creditizio di un soggetto emittente obbligazioni, infatti, il fair value del titolo obbligazionario diminuirebbe dando luogo, paradossalmente, a un componente positivo di reddito da iscrivere in conto economico e spingendo le imprese a optare per la valutazione al fair value nelle fasi economiche recessive. Per evitare comportamenti opportunistici, lo IASB ha previsto che la variazione di fair value dovuta al peggioramento del proprio merito creditizio venga iscritta in OCI anziché in conto economico, senza possibilità di riclassificazione della stessa al momento dell'estinzione, ad eccezione delle situazioni in cui un simile trattamento generi un'asimmetria contabile, per le quali è prevista l'imputazione della variazione nel reddito d'esercizio.

Per quanto riguarda le riclassificazioni, si è giunti alla conclusione che un'azienda possa procedere alla riclassificazione di un'attività finanziaria da una categoria all'altra solo nel caso in cui modifichi in maniera definitiva il proprio modello di gestione delle attività finanziarie, mentre nessuna possibilità di riclassificazione è prevista per le passività finanziarie.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari derivati di negoziazione, l'IFRS non prevede alcuna modifica alla disciplina vigente in quanto essi continuano a essere valutati al fair value con imputazione delle variazioni a reddito d'esercizio.

2.2.5.2. La terza fase del progetto: l'hedge accounting sulla base dell'IFRS 9

La fase che ci interessa di più, com'è intuibile, è quella che riguarda la disciplina delle operazioni di copertura.

Il nuovo modello per l'applicazione delle regole di hedge accounting, emanato dallo IASB nel novembre 2013 come parte dell'IFRS 9, costituisce una fase importante dell'intero progetto volto a sostituire lo IAS 39. Il nuovo standard, sulla base di una decisione dello IASB del febbraio 2014, sarà applicabile a partire dal 1° gennaio 2018, previa omologazione da parte dell'Unione Europea.¹⁰²

Il progetto di riforma in merito alle regole di hedge accounting è stato avviato per rendere un po' più flessibili le regole in questione (spesso talmente stringenti da non

¹⁰² J. Mc Carrol, G.R. Khatri, *Aligning hedge accounting with risk management*, Financial Reporting, Accountancy Ireland, April 2014, Vol. 46, n°2, p.36.

poter essere applicate alle relazioni di copertura tradizionalmente poste in essere dalle aziende) al fine di consentire alle imprese di riflettere nella redazione del bilancio d'esercizio le strategie di copertura effettivamente poste in essere.

A tal fine lo IASB ha emesso una Exposure Draft nel 2010 e successivamente una Final Draft nel 2012 destinata a diventare il paragrafo 6 dell'IFRS 9 ed a sostituire quanto previsto in materia dallo IAS 39.

Analogie tra i due modelli di hedge accounting

Anche se l'approccio proposto dall'IFRS 9 differisce significativamente dall'attuale modello dello IAS 39, possiamo ricordare alcune analogie tra i due.

Innanzitutto l'applicazione delle regole di hedge accounting rimane una scelta dell'entità e non un'imposizione.

Restano poi valide anche nel nuovo modello le definizioni di strumento coperto, strumento di copertura, fair value hedge, cash flow hedge, hedge of a net investment in a foreign entity, inefficacia della copertura e le registrazioni contabili per le relazioni di copertura.

Inoltre, con l'eccezione, che vedremo anche in seguito, dell'inefficacia della copertura relativa a strumenti di capitale valutati al fair value con imputazione delle variazioni in OCI, ogni inefficacia della copertura va rilevata in conto economico nel reddito d'esercizio.

Anche il nuovo IFRS 9, infine, prevede il divieto della designazione a strumento di copertura di un'opzione emessa.

Novità introdotte dal nuovo modello

Gli strumenti di copertura

Per quanto riguarda gli strumenti di copertura, lo IAS 39, come abbiamo visto, ad eccezione di un'opzione emessa, consente di designare come strumento di copertura

qualsiasi strumento finanziario derivato (o porzione di esso) e, nel caso di copertura del solo rischio di cambio, consente la designazione a strumento di copertura anche di uno strumento finanziario non derivato.

Il nuovo IFRS 9, al paragrafo 6.2, invece, prevede che (salva in ogni caso l'eccezione dell'opzione emessa) ogni strumento finanziario valutato al fair value con imputazione delle variazioni al reddito d'esercizio, derivato o non, possa essere designato ai fini di copertura¹⁰³.

Alcune novità sono state introdotte inoltre in merito alla contabilizzazione delle opzioni e dei contratti forward¹⁰⁴. Rimane invariata la possibilità di designarne solo il valore intrinseco o la componente spot come elemento di copertura. Per quanto riguarda rispettivamente il valore temporale e la componente forward, a differenza dello IAS 39 che li contabilizza alla stregua di un derivato di negoziazione, l'IFRS 9 li considera un onere sostenuto dall'impresa per proteggersi dai rischi temuti (*insurance premium view*) e il loro trattamento contabile varia a seconda che la posizione coperta sia correlata a:

- una transazione (*transaction related hedged item*), nel cui caso il valore temporale o la componente forward rappresentano un costo di transazione dell'elemento coperto e le variazioni di tali valori dovranno essere imputate in OCI e stornate nel momento in cui l'operazione programmata sarà effettivamente effettuata;
- a un periodo temporale (*time-period related hedged item*), nel cui caso il valore temporale o la componente forward costituiscono il costo sostenuto al fine di proteggersi da un certo rischio per un determinato periodo di tempo, indipendentemente da specifiche transazioni. In questo caso suddetti valori dovranno essere ammortizzati durante il periodo di copertura con imputazione delle quote a conto economico.

¹⁰³ Fatta salva la possibilità che uno strumento finanziario non derivato valutato al costo ammortizzato, se utilizzato come strumento di copertura del fair value di attività o passività iscritte in bilancio e al fine di ridurre eventuali asimmetrie contabili, venga contabilizzato al fair value grazie all'esercizio della fair value option.

¹⁰⁴ Per approfondimenti vedi Marcon, op.cit., p. 191.

Gli elementi coperti

L'IFRS 9 amplia la lista dei potenziali elementi coperti¹⁰⁵.

A differenza dello IAS 39 che vieta la copertura del rischio (diverso dal rischio di cambio) che incombe su attività e passività non finanziarie, il nuovo standard permette alle imprese di designare componenti di rischio di strumenti non finanziari come elementi coperti, a patto che la componente di rischio sia separatamente identificabile e attendibilmente misurabile. In tal modo si riesce a garantire una maggior flessibilità nella copertura dei rischi chiave ai quali un'azienda risulta esposta.

Consente inoltre di coprire da determinati rischi anche un'esposizione aggregata composta dalla combinazione di strumenti derivati e non, a differenza dello IAS 39 che impone la separazione del derivato dalla posizione complessiva e la designazione della sola componente non derivata come elemento coperto.

Altra categoria di strumenti potenzialmente designabili come elementi coperti è data dagli strumenti di capitale classificati al fair value in OCI.

Infine, è possibile coprire da determinati rischi anche una componente del valore nominale della posta coperta, denominata "strato", diversa da una semplice quota percentuale dello stesso (ad esempio copertura dell'ultima quota rimborsata di un certo prestito).

Requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting e efficacia della copertura

Tra i presupposti per l'applicazione delle regole di hedge accounting troviamo la predisposizione, all'inizio della relazione di copertura, di una documentazione che descriva gli obiettivi perseguiti grazie alla strategia di copertura, gli strumenti utilizzati a tal fine, le poste coperte, la natura dei rischi coperti, i metodi usati per la valutazione dell'efficacia della copertura, tutte informazioni richieste anche dall'attuale IAS 39.

Una differenza di rilievo sta nell'abolizione del range di efficacia 80-125% necessario al fine di poter considerare la copertura altamente efficace e applicare le regole di hedge

¹⁰⁵ Ricordiamo che l'attuale IAS 39 consente la copertura di attività e passività iscritte in bilancio, impegni irrevocabili assunti dall'entità (non iscritti in bilancio), investimenti netti in gestioni estere e operazioni future altamente probabili.

accounting. Con il nuovo IFRS 9 si richiede solo che la copertura sia potenzialmente in grado di minimizzare l'inefficacia attesa.

La vera novità sta nei requisiti relativi alla valutazione dell'efficacia della copertura. In particolare, al fine di applicare le regole di hedge accounting a una relazione di copertura, devono contemporaneamente sussistere una serie di requisiti¹⁰⁶:

- deve esistere una relazione economica tra elemento coperto e strumento di copertura. Le reciproche variazioni di valore devono muoversi in direzioni opposte a causa del rischio oggetto di copertura, al fine di compensarsi l'una con l'altra;
- le variazioni di valore nell'ambito della relazione di copertura non devono essere guidate dalle variazioni del rischio di credito, più difficile da stimare e potenziale causa di inefficienze all'interno delle relazioni di copertura;
- il rapporto di copertura designato (*hedge ratio*) deve riflettere l'attuale quantità di strumenti di copertura utilizzati al fine di coprire le posizioni a rischio (posizioni coperte).

Il test di valutazione dell'efficacia della copertura deve essere effettuato all'inizio della relazione di copertura e nel corso della vita della stessa, almeno alla fine di ogni periodo o nel caso in cui si verificano eventi che potrebbero impattare sugli effetti della relazione di copertura. Si tratta di un test esclusivamente prospettico, finalizzato a valutare l'efficacia futura della copertura.

Il nuovo IFRS 9, allo stesso modo del principio in vigore, non impone particolari metodologie di valutazione dell'efficacia, ma fornisce delle linee guida che consentono di stabilire se la metodologia utilizzata è valida.

A differenza dello IAS 39 sono previsti anche dei criteri di tipo qualitativo utilizzabili nel caso in cui le caratteristiche tecniche della posta coperta e dello strumento di copertura (in termini di valore nozionale, variabili sottostanti e durata della relazione) siano strettamente correlate. Se così non dovesse essere si dovrebbe procedere con una valutazione di tipo quantitativo.

¹⁰⁶ J. Mc Carrol, G.R. Khatri, *Aligning hedge accounting with risk management*, Financial Reporting, Accountancy Ireland, April 2014, Vol. 46, n°2, p.36.

La contabilizzazione delle relazioni cash flow hedge e l'approccio basis adjustment

Nel caso di copertura di programmate operazioni future altamente probabili che daranno luogo all'iscrizione in stato patrimoniale di un'attività o di una passività non finanziaria, secondo lo IAS 39, la società può scegliere se riclassificare la porzione efficace della copertura riconosciuta nella riserva e imputarla a conto economico nel momento in cui l'elemento coperto impatterà sul reddito d'esercizio (approccio *no basis adjustment*) oppure stornare l'intera riserva al momento della rilevazione iniziale e imputarne il valore a rettifica del valore contabile dell'attività o passività non finanziaria (approccio *basis adjustment*). L'IFRS 9, invece, non permette più di optare per uno dei due approcci ma impone all'azienda lo storno iniziale dell'intera riserva e la sua imputazione a costo iniziale (o valore contabile) dello strumento non finanziario.

La modifica della relazione di copertura

In base allo IAS 39, i cambiamenti in una relazione di copertura, generalmente prevedono che l'entità interrompa la relazione in questione e inizi una nuova relazione di copertura in grado di rispondere alle nuove esigenze di efficacia. Nel momento in cui una relazione contabilizzata secondo le regole dell'hedge accounting non rispetta più i requisiti per poter essere tale e ciò risulta imputabile a fattori esogeni e non a scelte del management, si procede alla sospensione delle regole contabili in oggetto e le diverse componenti della relazione vengono contabilizzate sulla base dei rispettivi principi contabili, salvo il trasferimento a conto economico di eventuali riserve di patrimonio netto.

Secondo il nuovo IFRS 9, invece, il riequilibrio non innescherebbe la sospensione dell'intero rapporto di copertura. Quest'ultimo andrebbe solo "ribilanciato" in modo che sia in grado di rispondere ai criteri di valutazione dell'efficacia prospettici.

Nel momento in cui la finalità del derivato viene a cambiare, esso dovrà essere contabilizzato sulla base dei nuovi obiettivi con esso perseguiti.

Ad ogni modo, il ribilanciamento non è consentito nel caso in cui, comunque, non dovesse garantire il recupero dell'efficacia della relazione di copertura.

La cessazione del rapporto di copertura

Sulla base dello IAS 39, tra le cause di cessazione di un rapporto di copertura, rientra anche la revoca volontaria da parte della società.

L'IFRS 9, invece, nonostante preveda in generale le stesse cause e circostanze di cessazione della relazione, non consente la revoca volontaria dalla copertura. Ciò significa che, se un'entità opta per l'applicazione delle regole di hedge accounting, non può procedere alla disapplicazione delle stesse prima che gli obiettivi di risk management dell'azienda siano effettivamente cambiati o la copertura sia scaduta o non più valida.

Gli strumenti rappresentativi di capitale al fair value rilevati a conto economico complessivo

Nel caso di detenzione di titoli azionari con finalità strategiche, come abbiamo visto, l'entità ha la facoltà di scegliere tra l'imputazione delle variazioni di fair value in OCI o in conto economico. Nel caso in cui, al fine di coprirsi da particolari rischi su tali strumenti, si instauri una relazione di copertura del fair value e l'azienda opti per il riconoscimento delle variazioni di fair value in OCI (che non verranno poi mai imputate a conto economico), lo stesso trattamento contabile sarà riservato allo strumento di copertura.

Per questa particolare categoria di strumenti, anche la parte inefficace della copertura (differenza tra variazioni di fair value dell'elemento coperto e dello strumento di copertura) verrà riconosciuta in OCI, allo stesso modo della parte efficace.

Le coperture dei prestiti

Un'ulteriore differenza rispetto alle regole attuali sta nel fatto che l'IFRS 9, avendo eliminato la categoria degli investimenti finanziari detenuti fino a scadenza e compreso tali investimenti tra gli investimenti finanziari al costo ammortizzato (a patto che siano

posseduti nell'ambito di un modello di business il cui obiettivo sia quello di incassare o pagare i flussi contrattuali ma potendo comunque trasferire tali strumenti prima della scadenza senza la sanzione della tainting rule, sempre che non cambi il modello di gestione della categoria di strumenti in parola), consente di tutelarsi dalle variazioni di fair value di tali strumenti anche relative al rischio di tasso di interesse (a differenza dello IAS 39 che consente di proteggersi solo dalle variazioni di fair value causate dalle oscillazioni del tasso di cambio o del merito creditizio della controparte).

La disclosure aggiuntiva

La flessibilità garantita dal nuovo modello è bilanciata dall'ampliamento della relativa disclosure prevista dall'IFRS 7.

Si richiede infatti che vengano fornite adeguate informazioni in merito a:

- la strategia di risk management e alle sue modalità di applicazione nella gestione dei rischi;
- le modalità in cui l'attività di copertura può influenzare l'ammontare, le tempistiche e l'incertezza dei futuri flussi di cassa;
- gli effetti quantitativi che l'hedge accounting ha avuto nella posizione finanziaria dell'entità, nel conto economico complessivo e nelle variazioni di patrimonio netto.

2.2.5.3. Considerazioni conclusive sull'IFRS 9

Per quanto riguarda il raggiungimento delle finalità del progetto in questione, possiamo dire che il proposito della riduzione della complessità della classificazione e valutazione degli strumenti finanziari è stato raggiunto solo parzialmente. Nonostante infatti la riduzione delle categorie di attività finanziarie da quattro a due e la semplificazione dovuta all'eliminazione della valutazione separata dei derivati incorporati, rimangono dei problemi concernenti la valutazione del rispetto dei requisiti necessari per la valorizzazione di uno strumento finanziario al costo ammortizzato e legati alla possibilità, comunque valida, di esercizio della fair value option.

Nonostante il nuovo standard preveda la valutazione al costo ammortizzato di alcuni strumenti oggi valutati al fair value, l'area di applicazione di quest'ultimo sembra essersi ampliata, andando a inglobare alcune obbligazioni attualmente valutate al costo ammortizzato, i contratti ibridi (al momento oggetto di valutazione separata rispetto al derivato incorporato) e gli strumenti di capitale non quotati in un mercato attivo (che, sulla base dell'attuale IAS 39, se il fair value non è attendibile, sono valutati al costo ammortizzato).

Per quanto concerne invece la trasparenza in merito alla contabilizzazione delle operazioni di copertura, possiamo dire che la maggior flessibilità dei requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting, l'ampliamento delle categorie di potenziali elementi coperti e strumenti di copertura, la maggior flessibilità impartita ai test di efficacia (con l'eliminazione del range 80-125% da rispettare per poter considerare un'operazione di copertura altamente efficace e la previsione dell'obbligo della sola valutazione prospettica dell'efficacia) e la maggior disclosure contestualmente prevista dovrebbero permettere al bilancio dell'impresa di riflettere maggiormente le effettive politiche di risk management e al lettore di bilancio di comprendere la sostanza economica delle operazioni poste in essere dall'entità.

CAPITOLO III

L'INDAGINE EMPIRICA

Cercando di seguire il percorso finora trattato, dopo una prima fase di analisi della letteratura, nel capitolo in questione, proveremo a valutare il comportamento delle aziende nella contabilizzazione, nella *disclosure* e nell'utilizzazione degli strumenti finanziari derivati.

3.1. LITERATURE REVIEW

Dall'analisi della letteratura esistente vediamo che diversi autori si sono soffermati sul tema della contabilizzazione e dell'utilizzo degli strumenti finanziari e ci interessa riportare ora qualche risultato tratto da elaborati precedenti.

Tra i lavori trovati, il più affine al nostro in tema di contabilizzazione di strumenti finanziari risulta essere un *working paper* del marzo 2007 di Patricia Texeira Lopes e Lucia Lima Rodrigues intitolato “*Accounting for financial instruments: a comparison of European companies' practices with IAS 32 and IAS 39*”. Nello studio in questione, le autrici analizzano i bilanci di tutte le società componenti l'indice STOXX 50 al fine di verificarne la conformità o meno agli standard in oggetto. In particolare, la loro attenzione si concentra sui bilanci al 31/12/2001, quando l'adozione dei principi contabili internazionali da parte delle società quotate non era ancora obbligatoria. Le autrici considerano prima gli strumenti finanziari in generale e poi, specificamente, gli strumenti finanziari derivati, valutando prima le informazioni quantitative reperibili all'interno degli schemi di bilancio e poi il livello di disclosure nelle note al bilancio. Gli aspetti analizzati riguardano le modalità di contabilizzazione degli strumenti finanziari, i metodi di determinazione del fair value e la loro descrizione, la descrizione dell'esposizione al rischio dovuta agli strumenti finanziari, la comprensibilità e la

comparabilità delle informazioni fornite, nonché la conformità o meno agli IAS 32 e 39. Alla fine dell'analisi empirica svolta, le autrici rilevano che, nonostante la maggioranza delle società considerate descriva il metodo di determinazione del *fair value*, l'informativa fornita è abbastanza distante dall'essere chiara, oggettiva, utile e rilevante. Inoltre, la peggiore situazione si registra nella contabilizzazione delle relazioni di copertura dei flussi finanziari per le quali la maggioranza dei report mostra un basso livello di disclosure. Anche per quanto riguarda le strategie di *risk management* in generale si perviene ad una serie di descrizioni generiche e per lo più qualitative, di difficile comprensione per l'utente del bilancio. In conclusione, le autrici dell'indagine in oggetto sostengono che le imprese abbiano ancora molta strada da fare in termini di contabilizzazione e disclosure in materia di strumenti finanziari, in particolare per quanto concerne i derivati, e che l'adozione obbligatoria dei principi contabili internazionali, avvenuta successivamente alla data dei bilanci oggetto di analisi, potrebbe essere d'aiuto in tal senso.

L'elaborato in questione rimanda poi ad altri lavori precedenti che evidenziarono una serie di problemi in materia di contabilizzazione di strumenti finanziari.

Tra i risultati più interessanti ricordiamo quelli dei ricercatori J. M. Godfrey e K. Chalmers che, nel 2000, sostennero la non conformità alle norme delle aziende australiane, nonché difficoltà di comprensione dei dati di bilancio, oltre a problemi di comparabilità e completezza a livello di informativa inerente gli strumenti finanziari derivati. Secondo gli autori, infatti, le aziende analizzate non fornivano una descrizione particolareggiata in merito ai criteri di contabilizzazione dei derivati rendendo i dati poco utili e impedendo efficaci confronti. In particolare essi dimostrarono che le aziende tenevano comportamenti contabili diversi in termini di chiarezza, dettaglio e completezza a seconda del tipo di relazione oggetto dello strumento considerato. Più precisamente, per quanto riguarda le relazioni di copertura, le aziende tendevano ad adottare lo stesso metodo di contabilizzazione del sottostante ma a non descrivere tale particolare metodo. L'indagine effettuata da Godfrey e Chalmers permise loro anche di notare un inadeguato livello di disclosure in merito agli elementi oggetto di copertura di transazioni altamente probabili. Infine, relativamente all'informativa sul *fair value* si notò come le aziende fornivano il *fair value* dello strumento finanziario ma si assisteva ad una certa riluttanza nel comunicarne il metodo di valutazione.

Altri autori ai quali ci rimanda la ricerca di Patricia Texeira Lopes e Lucia Lima Rodrigues sono Blankley e Roulstone che, rispettivamente, nel 2000 e nel 1999, valutarono il livello di conformità delle società americane al FRR 48¹⁰⁷. In particolare, Blankley rilevò un'elevata conformità alle previsioni in materia di disclosure qualitativa relativa ai rischi societari e alle strategie di risk management adottate, ma una lacunosa informativa di carattere quantitativo. Roulstone, invece, dimostrò che l'informativa di bilancio non si presenta in conformità a quanto previsto dal principio citato. Quest'ultimo, nonostante sostenne il miglioramento della qualità dell'informazione di bilancio dopo l'emanazione del FRR 48, rilevò la mancanza di informazioni in merito all'esposizione al rischio di mercato e pochi dettagli sulle procedure di risk management e sulle modalità di contabilizzazione.

Ancora, Mahoney e Kawamura, nel 1995, analizzando la conformità allo SFAS 119¹⁰⁸, rilevarono un'informativa lacunosa relativamente ai flussi di cassa degli strumenti finanziari derivati detenuti o emessi, ai derivati speculativi (fair value di fine periodo e risultati economici), alle operazioni di copertura di transazioni future, alle analisi di sensitività e alla *VAR disclosure*.

Altri autori, inoltre, dimostrarono un incremento nella qualità e comprensibilità della disclosure successiva all'emanazione di standard volti a regolare la contabilizzazione e l'informativa sugli strumenti finanziari. Si giunse a sostenere un netto miglioramento nell'informativa sia qualitativa che quantitativa, nonostante ci fosse spazio per un continuo avanzamento.¹⁰⁹

Woods e Marginson, nel 2004, valutando la conformità all'FRS 13¹¹⁰ nel Regno Unito, notarono la mancanza di utilità delle informazioni di bilancio, dovuta ad un'informativa di tipo qualitativo generica, all'assenza di dettagli e alla mancata possibilità di comparazioni per quanto riguarda i dati di tipo quantitativo.

¹⁰⁷ FRR 48: principio contabile emanato dall'US Security Exchange Commission (SEC) nel 1997, che si occupa di informativa in merito ai criteri di contabilizzazione di strumenti finanziari derivati, derivati su commodity, disclosure qualitativa e quantitativa relativamente ai rischi di mercato per i quali vengono stipulati strumenti finanziari derivati, altri strumenti finanziari e derivati su commodity.

¹⁰⁸ SFAS 119: standard emanato dal Financial Accounting Standards Board (FASB) nel 1994, in merito alla disclosure sugli strumenti finanziari derivati e al relativo fair value.

¹⁰⁹ Vedi anche J. Chung, H. Kim, W. Kim, Y. Yoo, "Effect of disclosure quality on market mispricing: evidence from derivative – related loss announcements", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 39, n. 7-8, 2012.

¹¹⁰ FRS 13: standard emanato nel 1998 dallo UK Accounting Standards Board, si occupa della disclosure su derivati e altri strumenti finanziari.

Invece, Dunne, nel 2004, in riferimento allo stesso oggetto di analisi, supportò la tesi secondo la quale l'adozione obbligatoria dello standard sopracitato implicò un miglioramento nella disclosure relativa ai derivati. Lo stesso autore, in un connesso studio del 2003, rilevò come la disclosure quantitativa fosse meno popolare rispetto a quella qualitativa per lo sforzo e il tempo che richiede la sua preparazione.

Allo stesso modo, Hamlen e Largay, nel 2005, analizzarono il livello di *compliance* allo SFAS 133 ed evidenziarono come il livello di disclosure fosse migliorato in seguito all'introduzione dello standard in questione, ma il livello di informativa non fosse sufficiente a riflettere assunzioni e scelte non immediatamente osservabili e ad assicurare la comparabilità dei bilanci.

Un'altra indagine volta ad analizzare il livello di trasparenza informativa, con riferimento ai derivati è quella svolta da Mohamat Sabri Hassan, Majella Percy e Jenny Stewart, dal titolo "*The Transparency of Derivative Disclosures by Australian Firms in the Extractive Industries*". Gli autori esaminarono il grado di trasparenza informativa con riferimento agli strumenti finanziari derivati di un campione di imprese estrattive australiane. Misurarono il livello di disclosure a partire da un indice elaborato sulla base del principio contabile AASB 1033 (*Presentation and Disclosure of Financial Instruments*) per quanto riguarda il periodo 1998-2001 ed esaminarono poi la relazione tra livello di trasparenza informativa e caratteristiche della società (grandezza, performance, opportunità di crescita, tipo di industria estrattiva e *leverage*). Gli autori rilevarono un aumento nel livello di trasparenza informativa nel corso del periodo considerato. Tuttavia, sottolinearono le lacune e il grado di discrezione delle imprese nel livello di disclosure relativo ai derivati, soprattutto per quanto concerne il fair value netto di tali strumenti. Inoltre, i risultati indicarono che la dimensione dell'azienda, il rapporto *price/earnings*, il livello di indebitamento, il rapporto tra valore di mercato e valore contabile, le attività di ricerca e sviluppo e la profittabilità, influenzano positivamente il livello di trasparenza informativa.

Un lavoro che si discosta un po' dal nostro è quello di Ioan Cuzman, Bogdan Dima e Ștefana Dima, intitolato "*IFRSs for financial instruments, quality of information and capital market's volatility: an empirical assessment for Eurozone*" pubblicato nella

rivista “Accounting and Management Information Systems”, Vol. 9, n° 2, del 2010. Lo studio in oggetto esamina i mercati finanziari dell’Eurozona al fine di verificare come l’implementazione degli emendamenti dei principi contabili che più da vicino riguardano gli strumenti finanziari (IAS 32, IAS 39, IFRS 9 e IFRS 7) influisca sulla volatilità dei prezzi di mercato. Un aspetto chiave dell’analisi riguarda la stabilità del quadro normativo. In breve si può sostenere che se gli investitori hanno impostato una certa struttura ottimale del loro portafoglio di strumenti finanziari, soprattutto se si tratta di strategie a lungo termine, tenderanno a mantenerla al fine di minimizzare i costi di adeguamento. Se, tuttavia, il contenuto delle informazioni rilevanti o della disclosure dovuta in bilancio subisce delle modifiche, gli investitori sono costretti a riesaminare le informazioni da fornire e la struttura ottimale del loro portafoglio. Dunque, una maggiore instabilità del quadro normativo può portare ad una maggiore volatilità del mercato e ad un’alta incertezza in merito alle determinanti fondamentali dei prezzi degli strumenti finanziari. Quindi, se una rendicontazione finanziaria uniforme facilita i confronti tra le diverse imprese e migliora la qualità delle informazioni utilizzate nel processo decisionale, l’instabilità del quadro normativo può vanificare tali benefici a causa di un aumento dell’incertezza delle aspettative e di una valutazione prevenuta dei parametri fondamentali per la valutazione delle attività finanziarie.

D’altro canto, quando gli investitori dispongono di informazioni affidabili, sono in grado di apprendere dagli eventi precedenti e dalle informazioni correnti acquisite e di formulare delle previsioni relativamente affidabili. Al contrario, quando la qualità delle informazioni è scarsa, gli investitori trattano i segnali informativi come ambigui e tendono ad aggiustare in senso negativo le loro aspettative.

Tali effetti sono causati, oltre che dall’andamento corrente, anche dai cambiamenti attesi nei contenuti di bilancio: gli investitori che prevedono l'emergere di qualche nuova informazione significativa, regoleranno i loro piani di investimento in base a tali contenuti previsti.

Si evince poi che alcuni studiosi (Agostino, 2008), al fine di affrontare la questione delle possibili interconnessioni tra la variabile descrittiva e l'adozione del relativo IFRS, considerarono l'efficienza informativa dei mercati azionari europei e sostennero l'esistenza di una connessione tra le caratteristiche qualitative delle informazioni finanziarie (qualità, fattibilità, trasparenza e credibilità) e l'efficienza di allocazione

finanziaria dei mercati. Da un lato, infatti, l'informativa finanziaria accurata aumenta l'incentivo a investire nel mercato azionario, favorisce l'allocazione ottimale del risparmio agli investimenti e, di conseguenza, aumenta l'efficienza della distribuzione e redistribuzione delle risorse finanziarie. D'altra parte, l'esistenza di meccanismi di mercato efficienti tende a portare a rapide correzioni delle imperfezioni informative.

L'elaborato di partenza rimanda anche ad altri risultati interessanti. In particolare una ricerca del CFA Institute¹¹¹, condotta nel periodo successivo all'emanazione dell'IFRS 9, rilevò una serie di miglioramenti dovuti al nuovo standard, a partire da un aumento della qualità delle decisioni finanziarie, nonostante la potenziale esistenza di spazio per ulteriori interventi in materia di contabilizzazione degli strumenti finanziari.

All'interno dell'articolo si fa riferimento ad un'altra indagine empirica, condotta dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) nel 2009, sulle informazioni fornite in merito al trattamento di attività e passività finanziarie, sul rispetto quindi delle disposizioni concernenti la disclosure richiesta dall'IFRS 7. Nonostante faccia riferimento a società finanziarie (ha infatti analizzato 96 banche/assicurazioni europee quotate tra cui 22 società del FTSE 100), la ricerca dimostrò che, in alcune aree, una quota significativa delle stesse società non aveva rispettato tutta la divulgazione obbligatoria in merito agli strumenti finanziari. In particolare si fece riferimento alla disclosure sulle tecniche di valutazione degli strumenti finanziari e ai rapporti con le società veicolo. Il CESR trovò invece un buon livello di conformità con l'informativa richiesta in merito alla classificazione di attività e passività finanziarie e il loro valore di iscrizione sulla base dell'IFRS 7 e si notò come molte entità avessero ampliato l'informativa inerente alcuni strumenti fornendo agli investitori informazioni addizionali al fine di aiutarli a comprendere meglio il bilancio.

Altri studi di ricerca (Armstrong, 2008) hanno esaminato la reazione del mercato all'introduzione degli IFRS precedenti alla crisi e concluso per l'esistenza di una reazione aziendale positiva soprattutto da parte delle aziende la cui qualità delle informazioni finanziarie pre-adozione era inferiore.

L'elaborato di partenza rimanda poi ad una fase precedente della letteratura fondata su una serie impressionante di argomenti teorici ed evidenze empiriche a sostegno della tesi della rilevanza delle informazioni finanziarie. Tuttavia, dopo l'iniziale entusiasmo,

¹¹¹ Chartered Financial Analysts

si notò (ma si tratta di tesi ormai superate) un declino dell'importanza delle informazioni finanziarie nel contesto dell'economia post-industriale globale (Elliott & Jacobsen, 1991; Jenkins, 1994; Sever & Boisclair, 1990; Ramesh & Thiagarajan, 1995) e si affermò (Dontoh 2000) la perdita del valore dei bilanci a causa di uno spostamento dall'economia tradizionale *capital-intensive* ad una basata sull'alta tecnologia, *service-oriented*. In particolare, si sostenne che il bilancio fosse meno efficace nel valutare il valore dell'alta tecnologia delle imprese orientate ai servizi, che sono per loro natura ad alta intensità di conoscenza.

Un altro tema affrontato da Elliott e Jacobsen (1991) e Jenkins (1994) fu la maggiore sofisticazione degli investitori, i quali richiedono più pertinenti e tempestive informazioni finanziarie e non finanziarie per soddisfare le loro esigenze.

Un altro lavoro che vogliamo ricordare è quello di M. H. Franco Wong, intitolato "*The Association between SFAS n° 119 Derivatives Disclosures and the Foreign Exchange Risk Exposure of Manufacturing Firms*" pubblicato nella rivista "Journal of Accounting Research", Vol. 38, n° 2, nell'autunno del 2000. L'autore esaminò l'associazione tra esposizione al rischio di cambio e informativa contabile relativa ai derivati su valute. L'analisi suggerisce che gli utilizzatori di bilancio sono interessati a una serie di informazioni al fine di valutare l'esposizione al rischio di cambio di una determinata società: capitale nozionale di ogni posizione, informazioni sul nozionale distinto per categoria di strumenti, tempo di scadenza, effetto leva, complessità degli strumenti sottoscritti, informazioni circa il valore dei risultati economici su strumenti derivati e non derivati, informazioni sul fair value di tutti gli strumenti finanziari.

Un'indagine sull'utilizzo degli strumenti derivati che ci interessa ricordare è quella svolta da Alastair Marsden e Andrew K. Prevost, intitolata "*Derivatives Use, Corporate Governance, and Legislative Change: An Empirical Analysis of New Zealand Listed Companies*" e pubblicato nella rivista "Journal of Business Finance & Accounting", 32(1) & (2), gennaio/marzo 2005.

Lo studio in questione si aggiunse alla letteratura già esistente e, utilizzando un campione di società non finanziarie neozelandesi, si occupò di indagare la connessione tra uso dei derivati e composizione del Consiglio di Amministrazione, ossia di

comprendere il ruolo giocato dai meccanismi di *internal governance* sulle decisioni aziendali inerenti l'uso dei derivati. Scopo della ricerca, tra gli altri, fu anche quello di verificare se l'uso dei derivati fosse cambiato in seguito all'introduzione del *Companies Act* del 1993¹¹². I risultati dello studio suggerirono che, in seguito all'introduzione del nuovo *Companies Act*, le aziende in crescita con maggior presenza di amministratori sono meno propense a utilizzare strumenti derivati. Ciò risulta coerente con il fatto che gli amministratori siano cauti nell'utilizzare gli strumenti in questione, nella percezione del maggior rischio indotto dalla nuova normativa.

Grazie al presente studio, si dedusse inoltre che ad influire nell'uso dei derivati vi siano fattori quali la dimensione aziendale, la struttura del capitale e la liquidità disponibile.

Ricerche empiriche precedenti avevano dimostrato come l'uso dei derivati fosse, in genere, per lo più giustificato da uno scopo di copertura del rischio e come le strategie di copertura e l'uso dei derivati potessero incrementare il valore aziendale grazie a minori costi contrattuali (Mayers e Smith -1982; Smith e Stulz – 1985), all'accesso imperfetto a mercati di capitali esterni (Froot, Scharfstein e Stein – 1993), ai costi del dissesto finanziario (Mayers e Smith -1982; Smith e Stulz – 1985; Berkaman e Bradbury – 1996; Nguyen e Faff – 2002), alla riduzione dei costi di agenzia (Mayers – 1987; Bessembinder – 1991) e alla riduzione nel livello di tassazione atteso (Mayers e Smith -1982; Smith e Stulz – 1985; Berkaman e Bradbury – 1996).

Altre ricerche citate dal lavoro in oggetto riguardano più da vicino l'uso dei derivati di copertura e spiegano, ad esempio, come la realizzazione di strategie di copertura grazie all'uso di derivati possa inasprire i rapporti tra *management* e *shareholders* nel caso in cui i loro interessi siano contrastanti (Tufano – 1988).

Un'altra indagine sull'uso degli strumenti derivati in parte connessa anche al livello di disclosure è quella svolta da Luiz Augusto Ferreira Carneiro e Michael Sherris, intitolata "*Corporate Interest Rate Risk Management with Derivatives in Australia: Empirical Results*" e pubblicata nella rivista "Revista Contabilidade & Finanças", n. 46, del 2008. Lo studio in questione si concentrò sui dati di bilancio di un campione di aziende australiane per quanto riguarda gli anni dal 1998 al 2003 e procurò importanti

¹¹² Legge che rappresenta la più importante revisione del diritto delle società e dei valori mobiliari neozelandese, volta ad aumentare il ruolo di monitoraggio dei membri del Consiglio di Amministrazione sull'uso dei derivati e ad incrementare il peso delle loro responsabilità nelle scelte finanziarie.

risultati in tema di strategie di gestione del rischio di tasso di interesse attraverso l'uso dei derivati. Si dimostrò che la misurazione dell'esposizione al rischio finanziario oggetto di copertura è cruciale per l'affidabilità dell'indagine sull'uso di strumenti di copertura. Lo studio in questione dimostrò, tra l'altro, come ricerche precedenti fossero limitate nella misurazione dell'esposizione al rischio a causa delle poche informazioni fornite nei report finanziari delle società. Tuttavia, l'adozione di standard specifici (in questo caso australiani) rese possibile identificare e quantificare l'esposizione al rischio di tasso di interesse e usare tale parametro come variabile nello studio. Il lavoro in oggetto, infatti, grazie alle informazioni pervenute, riuscì a misurare il mix tra passività onerose a tasso fisso e passività onerose a tasso variabile.

Gli studi precedenti, infatti, pur riconoscendone tutte le limitazioni, si limitavano a considerare il rapporto tra nozionale dei derivati e grandezza della società (in particolare valore dell'attivo), dimostrando quindi la rilevanza dell'effetto leva nell'uso dei derivati (ossia del rapporto di indebitamento e il patrimonio societario). Il leverage infatti non è un buon indicatore del livello di esposizione della società ad un determinato rischio. Quest'ultima dipende in realtà dalla proporzione tra debiti a tasso fisso e debiti a tasso variabile, come dimostrato dallo studio di Ferreira Carniero e Sherris. Il presupposto è che le società abbiano una stabile tolleranza al rischio che determina il loro rapporto obiettivo tra passività a tasso fisso e passività a tasso variabile. Pertanto, quanto le aziende vanno a coprire dipende da quanto il mix tra passività a tasso fisso e passività a tasso variabile corrente si discosta dal mix obiettivo. L'indagine mise in luce anche importanti relazioni tra il livello di copertura dal rischio di tasso di interesse e grandezze come la dimensione della società (misurata ad es. dal totale attivo), la quota di indebitamento a tasso variabile, i risultati annuali, i futuri benefici fiscali e il settore in cui opera la società.

Le strategie di gestione del rischio, come accennato, erano già state analizzate da vari studi precedenti, sia in Australia che negli Stati Uniti.

Bodnar (1998), ad esempio, considerando un campione di società non finanziarie americane, aveva mostrato come circa il 50% delle stesse facesse uso di strumenti finanziari derivati e, di queste, la più alta percentuale utilizzasse tali strumenti al fine di coprirsi dal rischio di cambio. Diversamente, Bartram (2001) aveva messo in luce l'importanza delle strategie di copertura dal rischio di tasso di interesse.

3.2. L'INDAGINE EMPIRICA

Nel presente capitolo descriveremo l'indagine empirica svolta al fine di verificare il rispetto dei principi contabili internazionali nella contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati, 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.

Possiamo suddividere l'analisi in tre fasi. Innanzitutto intendiamo valutare il rispetto dello IAS 39 in fase di contabilizzazione degli strumenti in oggetto; successivamente ci occuperemo della disclosure, valutando il rispetto dell'IFRS 7 (in particolare dei paragrafi concernenti i derivati), per capire se le informazioni in merito ai derivati di copertura sono tempestivamente fornite, delle disposizioni riferibili ai derivati di negoziazione e l'eventuale presenza della cosiddetta *voluntary disclosure*, ossia di informazioni che le imprese facoltativamente presentano in bilancio al fine di renderlo più comprensibile agli occhi del lettore; infine, con le informazioni a nostra disposizione, cercheremo di valutare le modalità di utilizzo dei derivati da parte delle imprese, per quanto riguarda le finalità di sottoscrizione di tali strumenti, la loro scadenza e la loro tipologia. Alla fine si tenterà di esprimere un giudizio in merito al livello di trasparenza informativa sui bilanci analizzati.

3.2.1. La descrizione del campione

Ci siamo concentrati nell'analisi della relazione finanziaria annuale di un campione di società. In particolare abbiamo preso in considerazione le relazioni finanziarie annuali consolidate al 31 dicembre 2012 delle società facenti parte del FTSE MIB (*Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa*), indice che comprende le 40 società quotate italiane ed estere maggiormente capitalizzate sui mercati gestiti da Borsa Italiana.

L'indice in questione comprende le seguenti società:

SOCIETÀ	SETTORE
A2A S.p.a.	Energia

ATLANTIA S.p.a.	Infrastrutture
AUTOGRILL S.p.a.	Ristorazione
AZIMUT	Servizi finanziari
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a.	Bancario
Banca Popolare dell'Emilia Romagna Società Cooperativa	Bancario
Banca Popolare di Milano S.c.r.l.	Bancario
Banco Popolare società cooperativa	Bancario
Buzzi Unicem S.p.a.	Cemento
Campari – Milano S.p.a.	Beverage
Fiat Industrial S.p.a.	Capital goods – macchine agricole, veicoli industriali e commerciali
Enel S.p.a.	Energia
Enel Green Power S.p.a.	Energia
Eni S.p.a.	Oil & Gas
Exor S.p.a.	Holding
Fiat S.p.a.	Automobilistico
Finmeccanica S.p.a.	Difesa, Aeronautica e sicurezza
Generali S.p.a.	Assicurativo
GTECH S.p.a.	Gaming – Lotterie & scommesse
Intesa Sanpaolo S.p.a.	Bancario
Luxottica S.p.a.	Produzione e commercializzazione occhiali
Mediaset S.p.a.	Media & Comunicazione
Mediobanca S.p.a.	Bancario
Mediolanum S.p.a.	Bancario/Assicurativo
Moncler	Tessile/Abbigliamento
Pirelli & C. S.p.a.	Produzione pneumatici
Prysmian S.p.a.	Produzione cavi
Saipem S.p.a.	Petrolifero
Salvatore Ferragamo S.p.a.	Tessile/Abbigliamento
Snam S.p.a.	Gas
STMicroelectronics N.V.	Elettronica
Telecom Italia S.p.a.	Telecomunicazioni

Tenaris S.A.	Siderurgia – produzione tubi per industria energetica, automobilistica e meccanica
Terna – Rete Elettrica Nazionale S.p.a.	Trasmissione energia elettrica
Tod's S.p.a.	Calzature e accessori di lusso
Unione di Banche Italiane S.p.a.	Bancario
UniCredit S.p.a.	Bancario
UnipolSai Assicurazioni S.p.a.	Assicurativo
World Duty Free S.p.a.	Duty-free shop – vendite al dettaglio
YOOX S.p.a.	E-commerce

Come possiamo vedere, si tratta di un campione costituito da società operanti nei settori più svariati. Questo ci permetterà, alla fine, di valutare se esista una relazione tra la trasparenza informativa di bilancio e il settore operativo, nonché tra quest'ultimo e le modalità di utilizzo degli strumenti finanziari derivati.

Tuttavia, ai fini di ricavare il nostro campione abbiamo eliminato gli istituti di credito, finanziari e assicurativi (Azimut, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a., Banca Popolare dell'Emilia Romagna Società Cooperativa, Banca Popolare di Milano S.c.r.l., Banco Popolare società cooperativa, Generali S.p.a., Intesa Sanpaolo S.p.a., Mediobanca S.p.a., Mediolanum S.p.a., Unione di Banche Italiane S.p.a., UniCredit S.p.a., UnipolSai Assicurazioni S.p.a.) poiché sono soggetti ad una disciplina speciale in materia di redazione del bilancio, rispetto alle imprese industriali e commerciali.

Non abbiamo considerato, inoltre, Moncler, società quotata in Borsa dalla fine del 2013, che, pertanto, a fine 2012 non faceva ancora parte dell'indice oggetto di analisi.

Altra società che abbiamo escluso dal nostro campione è la World Duty Free S.p.a., separatasi dal Gruppo Autogrill e quotatasi nella Borsa di Milano nel 2013. Per l'esercizio di nostro interesse (2012), dunque, la società risulta inclusa nel bilancio consolidato di Autogrill.

Il nostro campione risulta quindi composto da 26 società.

3.2.2. Le osservazioni e i risultati

3.2.2.1. La rintracciabilità della presenza dei derivati

Il primo aspetto considerato riguarda la rintracciabilità della presenza di strumenti finanziari derivati all'interno del bilancio. Com'è stato spiegato nel corso del precedente capitolo, lo IAS 39 richiede delle particolari modalità di classificazione dei valori inerenti i derivati ma non prevede l'obbligo di inserire negli schemi di bilancio delle voci distinte in merito ad essi. L'IFRS 7 invece, per porre rimedio a tale lacuna, richiede una serie di informazioni che dovrebbero essere fornite nelle note al bilancio. Ci si aspetterebbe, tuttavia, ai fini di una maggior trasparenza informativa, che, anche se non prescritto a livello normativo, laddove gli strumenti derivati assumano valore rilevante all'interno del bilancio dell'azienda, data la variazione dell'esposizione al rischio che essi potrebbero comportare, vi fossero dedicate delle specifiche voci di bilancio.

Ci interessa dunque capire se e in quali aziende la rintracciabilità della presenza degli strumenti in questione è immediata grazie alla predisposizione volontaria di apposite voci in bilancio e se tutte le aziende considerate hanno fornito un'adeguata informativa nelle note al bilancio, come previsto dall'IFRS 7.

Premettendo che in tutte le relazioni finanziarie annuali analizzate è presente un'informativa sugli strumenti finanziari derivati sottoscritti e che tutte le aziende del nostro campione forniscono specifiche informazioni nelle note al bilancio, solo per alcune di esse è possibile percepire la presenza di strumenti derivati da entrambi i prospetti contabili.

Notiamo che la società Snam, seppur dichiarare di non avere posizioni aperte in derivati al 31/12/2012, riporta alcuni dati inerenti la riserva di cash flow hedge nell' other comprehensive income.

Come riassunto nella tabella seguente, tutte le società forniscono informazioni nelle note al bilancio e anche, in generale, negli schemi di bilancio. Tuttavia, per quanto riguarda questi ultimi, solo il 27% del campione (in particolare 7 società su 26) si preoccupa di inserire i valori in voci distinte di stato patrimoniale. Per il 96% delle società (25 su 26), invece, è possibile reperire delle informazioni sui derivati in conto economico. Di queste, tutte inseriscono adeguate informazioni in other comprehensive

income ed il risultato non ci stupisce. Si tratta infatti di tutte le società che hanno instaurato relazioni di copertura di tipo cash flow hedge e tale comportamento è conforme a quanto previsto dallo IAS 39. Solo il 23% del campione, invece, riflette immediatamente la presenza di derivati in conto economico, con effetti sul reddito d'esercizio.

Le uniche due società per le quali è immediatamente rilevabile la presenza di strumenti finanziari derivati da entrambi gli schemi di bilancio sono Eni e Prysmian. L'unica società che non presenta alcuna voce in merito in conto economico è la società Buzzi Unicem, nonostante la presenza di derivati sia desumibile dallo schema di stato patrimoniale.

Dove troviamo le informazioni?	Società che forniscono le informazioni
NOTE AL BILANCIO	100%
PROSPETTI CONTABILI:	100%
<u>Stato patrimoniale</u>	27%
<u>Conto economico:</u>	96%
• Conto economico separato	23%
• Conto economico complessivo (OCI)	96%

Dopo questa visione d'insieme passiamo a valutare il rispetto delle disposizioni dei principi contabili internazionali. Ci concentreremo prima sullo IAS 39, poi sull'IFRS 7, per fare in seguito qualche precisazione in merito all'attendibilità del fair value, all'efficacia delle coperture e all'informativa relativa ai rischi.

3.2.2.2. Il rispetto dello IAS 39

I derivati di negoziazione

Per i derivati classificati come derivati di negoziazione, come già spiegato, ricordiamo che, indipendentemente dal metodo di contabilizzazione dell'elemento sottostante, le

variazioni di fair value dello strumento derivato vanno imputate a conto economico partecipando dunque alla formazione del reddito d'esercizio.

Premettendo che il 73 % delle aziende considerate possiede strumenti finanziari derivati stipulati a fini di copertura ma non contabilizzati come tali per il mancato rispetto degli stringenti requisiti previsti dallo IAS 39, nel momento in cui parliamo di derivati di trading intendiamo sia i derivati stipulati a fini esclusivamente speculativi (che rileviamo esplicitamente solo nella relazione finanziaria annuale 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 31/12/2012 posseggono derivati di negoziazione rispettano le disposizioni dello IAS 39 imputando le variazioni di fair value a conto economico.

I derivati di copertura

Le relazioni fair value hedge

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 di fair value dell'elemento coperto vengano imputate a conto economico.

Dall'analisi delle relazioni finanziarie annuali vediamo che il 65% delle società stipula strumenti finanziari derivati a copertura del fair value di attività e/o passività iscritte in bilancio e segue nella loro contabilizzazione le regole di *hedge accounting* nel rispetto di quanto previsto dallo IAS 39.

Le relazioni cash flow hedge

Ricordiamo brevemente che all'interno della tipologia di relazioni in questione rientrano le relazioni di copertura dei flussi finanziari attribuibili ad un rischio al quale risulta esposta un'attività o una passività già iscritta in bilancio e quelle relative ad

un'operazione programmata altamente probabile. In entrambi i casi l'evento andrà a influenzare un conto economico futuro, mentre lo strumento derivato risulta già iscritto in bilancio e valutato al fair value. La variazione di valore del derivato tra un esercizio e l'altro, per la parte efficace della copertura, dunque, deve essere iscritta in una riserva di patrimonio netto e in OCI, in attesa che si verifichi l'evento temuto e venga stornata dalla riserva per andare ad incidere nel conto economico dell'esercizio futuro, andando a compensare così i risultati economici dell'operazione coperta. La parte inefficace invece va rilevata a conto economico.

Ad eccezione di Snam, che dichiara di non possedere alcuno strumento finanziario derivato al 31/12/2012, e di Buzzi Unicem, i cui derivati, seppur stipulati a fini di copertura, non rientrano nell'ambito di applicazione delle regole di hedge accounting, tutte le società del nostro campione instaurano qualche tipo di relazione di tipo cash flow hedge e contabilizzano dunque la variazione di fair value degli strumenti derivati di fine esercizio in OCI con contropartita la riserva di patrimonio netto. Potremmo dunque dire che il 100% delle società del campione interessate dal tipo di relazione in questione rispetta le disposizioni dello IAS 39.

Le relazioni hedge of a net investment in a foreign entity

Come abbiamo visto nel capitolo precedente, le relazioni di copertura di investimenti in gestioni estere, seguono regole di contabilizzazione affini a quelle previste per le relazioni di tipo cash flow hedge. È previsto dunque, anche qui, che lo strumento finanziario derivato sia iscritto in stato patrimoniale al fair value ma la variazione dello stesso tra un anno e l'altro venga imputata a riserva di patrimonio netto con contropartita in OCI, per influire in conto economico nel momento in cui l'evento per il quale era stata stipulata la copertura viene a manifestarsi.

Le relazioni in oggetto sono molto meno diffuse rispetto alle altre relazioni di copertura. Solo il 19% del campione (in particolare 5 società su 26), infatti, dichiara di aver posto in essere relazioni di copertura di tipo *hedge of a net investment in a foreign entity*. Anche in questo caso, tuttavia, le previsioni dello IAS 39 risultano rispettate da tutte le società interessate.

3.2.2.3. La disclosure: il rispetto dell'IFRS 7 e l'informativa sui derivati di negoziazione

Passiamo ora alla valutazione dell'osservanza di quanto richiesto dall'IFRS 7 in merito alle informazioni da riportare nelle note al bilancio. Come già accennato ci concentreremo sui paragrafi del principio in questione specificamente dedicati agli strumenti finanziari derivati (paragrafi 22, 23 e 24).

Essendo l'IFRS 7 riferito agli strumenti derivati che si qualificano per l'applicazione dell'hedge accounting, dobbiamo precisare che le percentuali riportate sono calcolate considerando solo le società che effettivamente, alla data del 31/12/2012, detengono strumenti finanziari derivati contabilizzati secondo le regole in oggetto. Escludiamo quindi, a priori, la società Snam, la quale non possiede strumenti derivati, e la società Buzzi Unicem che, pur fornendo tutte le informazioni in merito alla tipologia di strumenti utilizzati, ai rischi coperti, ecc., detiene dei derivati che non si qualificano per il trattamento contabile in ambito IFRS. Il campione si riduce qui, dunque, a 24 società.

In relazione al paragrafo 22 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 del bilancio, nonché una descrizione della natura dei rischi oggetto di copertura, in prima battuta possiamo dire che le aziende considerate soddisfano tali richieste. Piccole eccezioni sono costituite dalle società Gtech, Eni, Prysmian e Ferragamo, che non forniscono le informazioni in merito alla tipologia di copertura e alla categoria di strumenti a tal fine utilizzati, e Terna, che non riporta il dato inerente il fair value degli strumenti in questione.

Nella tabella di seguito riportata riassumiamo i dati in merito all'osservanza delle disposizioni del paragrafo 22.

<i>Disposizioni IFRS 7: paragrafo 22</i>	<i>% società che forniscono l'informazione</i>
Descrizione del tipo di copertura	83% (20/24)
Descrizione strumento di copertura	83% (20/24)
Fair value dello strumento di copertura alla data del bilancio	96% (23/24)
Natura dei rischi oggetto di copertura	100% (24/24)

Il successivo paragrafo 23, invece, ricordiamo, riguarda le relazioni di copertura di tipo cash flow hedge e richiede una serie di informazioni in merito ai periodi in cui i flussi oggetto di copertura si manifesteranno e andranno ad influire in conto economico, alle operazioni future attese che si presume non si manifesteranno più, all'importo riconosciuto in OCI nella riserva di copertura, all'importo trasferito dalla riserva di copertura a conto economico, all'importo trasferito da OCI a costo di un'attività o passività non finanziaria oggetto di copertura iniziale come operazione altamente probabile.

Partendo dal presupposto, come detto, che tutti i bilanci delle società che al 31/12/2012 risultano aver posto in essere relazioni di copertura e contabilizzate come tali (ad eccezione dunque di Snam e Buzzi Unicem, come sopra spiegato) riflettono la presenza di relazioni di tipo cash flow hedge, qui le informazioni non risultano così regolari. Riepiloghiamo anche qui i risultati in una tabella:

<i>Disposizioni IFRS 7: paragrafo 23</i>	<i>% società che forniscono l'informazione</i>
Periodi manifestazione flussi attesi	44% (11/24)
Operazioni future che presumibilmente non si manifesteranno più	4% (1/24)
Importo riconosciuto in OCI nella riserva di copertura	100% (24/24)
Importo trasferito da riserva a Conto Economico	50% (12/24)
Importo trasferito da OCI a costo di att./pass. non fin., oggetto di copertura iniziale come operazione altamente probabile	4% (1/24)

Vediamo che, rispetto al punto precedente, qui l'informativa risulta più scarsa. Eccezion fatta per l'importo riconosciuto in OCI nella riserva di copertura, tutte le altre informazioni vengono fornite da meno della metà del campione. C'è anche da dire, però, che, a parte per ciò che concerne i periodi di manifestazione dei flussi attesi, si tratta di informazioni riferite a fatti il cui accadimento è soltanto potenziale.

Passando ora al paragrafo 24, ricordiamo che esso richiede che vengano riportate adeguate informazioni in merito ai risultati economici relativi a strumenti di copertura

ed elementi coperti per quanto riguarda le relazioni fair value hedge, e alla parte inefficace della copertura rilevata in conto economico separato relativamente alle relazioni di copertura dei flussi finanziari e degli investimenti in gestioni estere.

Premesso che le società del campione che instaurano relazioni di copertura di tipo fair value hedge sono circa il 62%, in particolare 16 su 26, consideriamo solo queste al fine di calcolare la percentuale delle stesse che fornisce l'informazione prevista dall'IFRS 7.

<i>Disposizioni IFRS 7: paragrafo 24</i>	<i>% società che forniscono l'informazione</i>
<u><i>Relazioni fair value hedge:</i></u>	
Utile/perdita strumento di copertura	63% (10/16)
Utile/perdita elemento coperto	50% (8/16)
<u><i>Relazioni cash flow hedge/hedge of net investment in foreign entities:</i></u>	
Parte inefficace della copertura rilevata a CE	33% (8/24)

Anche qui, l'informazione relativa alla parte inefficace della copertura in merito alle relazioni di tipo cash flow hedge o hedge of a net investment in a foreign entity, nell'ipotesi di copertura perfetta, può essere considerata solo potenziale. Invece, in relazione alle disposizioni previste per le coperture del fair value di attività o passività iscritte in bilancio, la mancanza di informazioni sul risultato economico ottenuto su strumenti di copertura ed elementi coperti palesa delle situazioni di *non-compliance* alle disposizioni dell'IFRS 7. Nessuna informazione infatti troviamo nelle relazioni di Tod's, Autogrill, Atlantia, A2A, Buzzi Unicem, Terna e Mediaset.

Per quanto riguarda i derivati di negoziazione, invece, per i quali nulla prevede l'IFRS 7 e si fa riferimento dunque alle disposizioni relative agli strumenti finanziari in generale, ricordiamo che si richiede di riportare delle informazioni in merito al fair value, al metodo di determinazione dello stesso e al livello gerarchico di appartenenza, nonché all'impatto di tali strumenti in conto economico e in stato patrimoniale, informazioni che, comunque, dovrebbero essere fornite per tutti i derivati, in quanto strumenti finanziari.

Tenendo presente che la presenza di derivati di negoziazione si rinviene chiaramente in circa il 73% del campione (anche qui facciamo riferimento sia ai derivati propriamente speculativi, la cui presenza comunque si riscontra palesemente solo in Enel, sia, come già detto, ai derivati designati ai fini di copertura ma non contabilizzati secondo le regole dell'hedge accounting), in particolare in 19 società su 26, solo su queste calcoliamo le nostre percentuali ai fini di poter esprimere un giudizio sul rispetto delle previsioni in oggetto.

Segnaliamo il caso Atlantia, che non informa né in merito alla sussistenza di finalità speculative, né in relazione al possesso di derivati stipulati con finalità di copertura ma non contabilizzati come tali. Tuttavia, nelle note al bilancio troviamo dei valori riferiti a derivati di *non hedge accounting*.

Qui l'informativa sembra abbastanza regolare. In particolare buona parte delle società che detengono strumenti derivati di negoziazione forniscono tutte le informazioni richieste (14/19) anche se non sempre rileviamo dati specifici in merito a questi parametri. Spesso, infatti, tali informazioni vengono fornite in maniera generica con riferimento alla categoria di attività o passività finanziarie all'interno della quale tali derivati sono iscritti.

Precisiamo poi che, nel parlare di "metodo di valutazione", abbiamo fatto riferimento alla presenza o meno di informazioni in merito ai parametri considerati per la definizione del fair value, variabile strettamente connessa al livello gerarchico di determinazione dello stesso. Non abbiamo fatto riferimento a dati relativi ai modelli di *pricing* eventualmente adottati. Se così fosse stato, non avremmo trovato notizia in nessuna delle relazioni analizzate, ad eccezione di Fiat Industrial.

<i>Informativa derivati di negoziazione</i>	<i>% società che forniscono l'informazione</i>
Fair value	100% (19/19)
Metodo di valutazione	95% (18/19)
Livello gerarchico di appartenenza	89% (17/19)
Impatto in CE e SP	74% (14/19)

Dato che, come sopra spiegato, le informazioni analizzate per gli strumenti di negoziazione sono valide per gli strumenti finanziari in generale, dovrebbero sussistere

anche per i derivati di copertura. Anche qui possiamo esprimere un giudizio positivo avendo appurato che le informazioni richieste in merito a fair value, metodo di valutazione, livello gerarchico di appartenenza, in linea di massima, vengono fornite anche per gli strumenti contabilizzati secondo le regole di hedge accounting.

3.2.2.4. L'attendibilità dei valori iscritti in bilancio

Abbiamo poi cercato di valutare l'attendibilità del fair value degli strumenti finanziari derivati. Come abbiamo già illustrato nel precedente capitolo, esistono tre livelli di determinazione del valore in questione con gradi di attendibilità decrescenti.

Nella nostra analisi, in particolare, abbiamo rilevato che quasi la totalità degli strumenti finanziari derivati rinvenuti nelle relazioni considerate, vengono valutati sulla base di parametri desunti dal mercato, dando luogo ad una determinazione di fair value di secondo livello. Troviamo qualche irrilevante eccezione nei bilanci di Enel, A2A, Eni, Fiat e STMicroelectronics.

In particolare, per quanto riguarda Enel, troviamo dei derivati su commodity le cui quotazioni sono desumibili direttamente dal mercato (livello 1) e altri, sempre su commodity, per i quali, al fine di determinare il valore da iscrivere in bilancio, si ricorre a ipotesi ed assunzioni senza alcun riferimento a parametri di mercato. Tuttavia, questi derivati dal valore meno attendibile, costituiscono una minima parte del totale degli strumenti in questione.

Dalla relazione di A2A, invece, capiamo che le valutazioni di fair value dei suoi strumenti derivati rientrano un po' in tutti i livelli di determinazione. Non riusciamo però a capire gli specifici importi di tali valori.

Per quanto riguarda Eni, invece, troviamo alcuni futures su prezzo di commodity (non di copertura) che, in quanto tali, sono iscritti in bilancio sulla base della loro quotazione di mercato ed espongono dunque un fair value di primo livello.

La società Fiat, invece, presenta dei derivati su commodity per i quali il fair value non è direttamente determinato sulla base di variabili di mercato osservabili e rientra dunque nel livello 3 della gerarchia.

Anche per STMicroelectronics possiamo rilevare la presenza di opzioni su tassi di cambio il cui fair value rientra nel terzo livello gerarchico, anche in questo caso di importo poco significativo.

A parte alcune eccezioni per le quali il fair value è determinato sulla base di input non desunti dal mercato e non risulta dunque del tutto attendibile (importi comunque sempre modesti) possiamo quindi dire che i valori iscritti in bilancio in merito agli strumenti finanziari derivati risultano, in generale, attendibili.

3.2.2.5. La descrizione dell'esposizione ai rischi finanziari: le note al bilancio e la relazione sulla gestione

I principi contabili internazionali, come abbiamo visto, richiedono alle società di fornire nelle note al bilancio specifiche informazioni in merito ai rischi ai quali risultano esposte. Tuttavia, l'art. 2428 C.C., che riguarda la relazione sulla gestione, 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.”*

Nel rispetto di quanto previsto dall'IFRS 7 in merito alle informazioni sui rischi subiti dalla società e dell'articolo appena 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 Tod's per la quale non troviamo un'informativa inerente i rischi nella relazione degli amministratori sulla gestione, riportano informazioni sui rischi sia nella relazione sulla gestione, sia nelle note al bilancio.

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 note al bilancio.

Anche se per circa un terzo delle aziende considerate (come Eni, Exor, Fiat, Fiat Industrial, Luxottica, Pirelli, Prysmian, Tenaris e Snam) assistiamo ad una riproduzione dell'informativa relativa agli stessi rischi, per la maggior parte delle società componenti il campione, senza entrare nel dettaglio, possiamo dire che le informazioni sui rischi di natura finanziaria, per la copertura dei quali possono essere sottoscritti dei contratti derivati, vengono sempre fornite in modo approfondito nelle note al bilancio. La relazione sulla gestione invece riporta notizie dettagliate per lo più in merito ai rischi di natura operativa, contenendo solo qualche cenno sui rischi finanziari.

Per ogni tipologia di rischio finanziario abbiamo poi verificato la quantità di informazioni che viene fornita da ogni società. Come abbiamo detto, in linea generale, nelle note al bilancio vengono fornite le notizie in merito ai rischi finanziari, i rischi che più ci interessano potendo essere neutralizzati attraverso il ricorso a strumenti finanziari derivati. La maggior parte delle società risulta esposta al rischio di cambio, di tasso di interesse, e di credito. Buona parte risulta esposta anche al rischio di prezzo commodity. Partendo dal presupposto che quasi nessuna delle società considerate dichiara di sottoscrivere contratti derivati a fini speculativi (ad eccezione di Enel), per ogni tipologia di rischio oggetto di copertura, abbiamo verificato la presenza o meno di informazioni in merito al sottostante, alla tipologia di strumento di copertura sottoscritto, all'efficacia della copertura e al metodo di valutazione della stessa, alla determinazione del fair value, ai flussi derivanti dal derivato interessato, nonché alla presenza di un'analisi di sensitività in merito al rischio in oggetto.

Senza entrare nel dettaglio, abbiamo visto che più o meno tutte le società descrivono l'elemento sottostante la relazione di copertura e la tipologia di derivato sottoscritta al fine di tutelarsi dal rischio.

Di tutte le società che abbiamo considerato, possiamo dire che, indipendentemente dal rispetto dei requisiti per la contabilizzazione della relazione come relazione di copertura, circa il 35% sottoscrive contratti derivati per la copertura dal rischio prezzo commodity, il 92% designa tali contratti a copertura del rischio di cambio e l'88% utilizza gli strumenti in oggetto al fine di coprirsi da oscillazioni sfavorevoli del rischio di tasso di interesse.

Per quanto riguarda le relazioni instaurate al fine di copertura dal rischio prezzo commodity, vediamo che tutte le società forniscono un'informativa abbastanza

dettagliata in merito al sottostante e al fair value dello strumento. Tutte, tranne una (Prysmian), descrivono la tipologia di strumento utilizzata a tal fine. Allo stesso modo, tutte, tranne una (Eni), mostrano al lettore di bilancio un'analisi di sensitività, allo scopo di far capire le conseguenze sull'esposizione a un certo rischio del variare dei parametri di mercato.

Per quanto riguarda l'efficacia della copertura, vediamo che nessuna delle società considerate, che abbia instaurato una relazione di copertura per neutralizzare le oscillazioni del prezzo delle commodities, fornisce informazioni in merito all'efficacia della copertura e al metodo di valutazione della stessa.

Anche per quanto riguarda i flussi attesi da derivati su commodity, l'informazione è fornita dai 2/3 delle società interessate dal tipo di relazione.

Un caso particolare può essere considerato il caso Telecom che non fornisce alcuna informazione in merito all'esposizione al rischio in questione, ma si rinviene poi la presenza di derivati di copertura nelle note al bilancio, nella parte dedicata alla descrizione degli strumenti derivati sottoscritti.

Come abbiamo detto, invece, molto più diffuse sono le relazioni di copertura poste in essere con l'obiettivo di tutelarsi dalle oscillazioni sfavorevoli di tassi di cambio e tassi di interesse ma, anche qui, in merito all'informativa rinvenuta, i risultati non sono molto dissimili rispetto a quanto abbiamo detto sul rischio prezzo commodity.

In particolare, tutte le società forniscono una più o meno dettagliata informativa in merito all'elemento sottostante e alla tipologia di copertura (ad eccezione di un paio di società che non danno notizie sulla tipologia di derivati sottoscritti a copertura del rischio di cambio).

In merito alle coperture dal rischio di tasso di interesse, per quanto riguarda l'efficacia della copertura, circa la metà delle società (12 su 23 società interessate) non fornisce alcuna informazione, e, in relazione al metodo di valutazione della stessa, troviamo delle notizie unicamente nella relazione finanziaria annuale di Telecom.

Anche qui, per quanto riguarda i flussi attesi da derivati su tassi di interesse, non troviamo nessun dato in più del 70% delle relazioni considerate.

Anche in relazione al rischio in oggetto non rinveniamo un'analisi di sensitività da parte di Eni.

Una particolarità da segnalare riguarda la società Tenaris S.A., che non informa in merito al fair value dei derivati sui tassi di interesse.

In relazione al rischio di cambio, similmente, la percentuale di società che non fornisce alcuna diretta informazione relativamente all'efficacia della copertura si aggira intorno al 54% e quella delle società che non riportano nulla in merito al metodo di valutazione dell'efficacia è di circa l'88%.

Come nelle altre tipologie di rischio, anche qui manca l'analisi di sensitività da parte di Eni.

Anche per quanto riguarda le informazioni in merito ai flussi attesi da derivati siamo vicini a quanto detto per il rischio tasso di interesse. Infatti circa il 75% delle aziende considerate non forniscono l'informazione.

3.2.2.6. L'efficacia della copertura

Per quanto concerne l'efficacia della copertura, dalle relazioni annuali analizzate rileviamo ben poche informazioni. Le società che informano su tale aspetto, relativamente a tutti i derivati stipulati, infatti, costituiscono circa il 20% del campione. Per il resto, come abbiamo appena visto descrivendo le informazioni pervenute distinte per tipologia di rischio, nessun dato relativo all'efficacia viene fornito in merito al rischio di prezzo. Per quanto concerne i derivati di copertura su tassi e su valute, meno della metà del campione riporta qualche dato in merito all'efficacia delle stesse (circa il 45%). Non si tratta comunque di informazioni dettagliate, ma piuttosto riferite alla non rilevanza dell'inefficacia della copertura.

Ancora meno informazioni riusciamo a rilevare in merito al metodo di valutazione dell'efficacia della copertura. Solo un paio di società infatti ci forniscono notizie a riguardo ma l'unica che descrive dettagliatamente la metodologia utilizzata è Telecom. Essa dichiara che il criterio prescelto per effettuare il test di efficacia retrospettiva e prospettica per i derivati cash flow hedge consiste nel *Volatility Risk Reduction (VRR) Test*, che valuta il rapporto tra il rischio del portafoglio (composto da derivato ed elemento coperto) e il rischio dell'elemento coperto preso singolarmente ed è diretto a verificare che il rischio del portafoglio sia significativamente inferiore a quello

dell'elemento coperto. Telecom è anche una delle poche società del campione che ci fornisce il preciso importo della quota inefficace della copertura.

Nonostante non vengano esplicitamente richieste informazioni in merito all'efficacia della copertura né al metodo di valutazione della stessa nelle note al bilancio, lo IAS 39 prevede che, per quanto riguarda le relazioni cash flow hedge e hedge of a net investment in a foreign entity, si proceda alla divisione tra parte efficace della copertura da iscrivere in OCI con contropartita a riserva di patrimonio netto e parte inefficace da imputare a conto economico. È implicito dunque che sia necessario procedere alla valutazione dell'efficacia. Nonostante siano poche le società che forniscono indicazioni precise in merito a questo aspetto, qualche informazione si può desumere implicitamente dall'applicazione delle regole di hedge accounting. Posto il fatto che per la contabilizzazione delle operazioni di copertura sulla base delle regole in oggetto è necessario che tali coperture siano altamente efficaci, è ovvio che il livello di efficacia nella neutralizzazione del rischio, per il quale sono sottoscritti tutti i derivati contabilizzati secondo le regole in questione, deve rientrare nel range di efficacia 80-125%.

Dall'analisi del nostro campione vediamo che, tra le società che hanno posizioni aperte in derivati al 31/12/2012, il 24% contabilizza totalmente i derivati secondo le regole di hedge accounting. In particolare si tratta delle società Campari, Tod's, Autogrill, Terna, Yoox e Tenaris. Per queste società possiamo dunque parlare sicuramente di coperture altamente efficaci.

Al contrario, un caso da segnalare, è il caso Buzzi Unicem che, nonostante il fine di copertura, dichiara la non conformità ai requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting. In questo caso dunque, potremmo pensare di poter parlare di inefficacia della copertura.

Ugualmente potremmo permetterci di parlare di inefficacia di parte delle relazioni di copertura per tutte le altre società che, tra gli altri, posseggono derivati stipulati al fine di copertura che non rientrano nell'ambito di applicazione delle regole di hedge accounting. Si tratta di circa il 75% delle società (per la precisione 18 società su 24, non contando Snam che non possiede derivati al 31/12/2012 e Buzzi Unicem di cui abbiamo già parlato).

3.2.2.7. L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati

Dopo aver appurato che, in generale, le disposizioni dei principi contabili internazionali sono rispettate, il passo successivo è volto a valutare se, grazie alla disclosure obbligatoria ed eventualmente all'informativa volontaria, si è in grado di ricostruire il valore dei derivati sottoscritti dall'azienda ripartito sulla base di diverse classificazioni. Innanzitutto si intende suddividere il valore fornito sui derivati tra attività e passività (per poi calcolare anche il fair value netto), poi tra attività/passività correnti e non correnti e, all'interno di ognuna di queste macroclassi, si vuole capire il preciso importo dei derivati di copertura e dei derivati di trading (o non di copertura). All'interno dei derivati di copertura si desidera poi distinguere il valore dei derivati suddivisi per tipologia di copertura posta in essere dall'azienda (fair value hedge, cash flow hedge o hedge of a net investment in a foreign entity). Infine, per ogni categoria di derivati abbiamo tentato di suddividere il fair value totale sulla base del sottostante.

Premettendo che, in linea di massima, salvo poche eccezioni, non è stato facile ricostruire i valori partendo dai dati forniti nelle note al bilancio, possiamo dire di esser riusciti a classificare tutti i valori a nostra disposizione per il 48% delle società considerate (12/25, escludendo sempre la società Snam che non risulta possedere strumenti finanziari derivati al 31/12/2012).

Per il restante 52% del campione abbiamo delle situazioni tra loro abbastanza diverse e vediamo ora di segnalare qualche caso particolare.

Per quanto riguarda Tod's, non riusciamo a ricostruire il valore preciso di ogni tipologia di copertura.

Per la società Atlantia vediamo che esiste una riserva di copertura in patrimonio netto, sappiamo che la società si tutela dalle oscillazioni avverse dei tassi di interesse, ma, per quanto riguarda i derivati attivi, non possiamo affermare con certezza se gli strumenti di cui dispone siano stati sottoscritti per porre in essere una copertura cash flow hedge o hedge of a net investment in a foreign entity. Di conseguenza non riusciamo a capire il fair value netto di ogni posizione.

Siamo impossibilitati a calcolare i dettagli anche nei casi A2A, Gtech e Buzzi Unicem, mentre non disponiamo di dati precisi in merito ai derivati di trading nelle relazioni delle aziende Fiat Industrial, Fiat, Exor e Saipem.

Al contrario, Eni ci fornisce ogni particolarità in merito ai derivati contabilizzati come derivati di negoziazione, mentre ci mancano alcune informazioni per capire il valore e il relativo sottostante di alcuni derivati di copertura passivi.

Un caso particolare è il caso Mediaset, per la poca chiarezza (e di conseguenza nostra incapacità di capire il dettaglio) nella specificazione del tipo di copertura di determinati strumenti.

Una forte incoerenza tra i dati rinvenuti nelle note al bilancio relative ai rischi ai quali l'azienda risulta esposta e le note specificamente dedicate ai derivati, e nostra conseguente impossibilità di fare calcoli, si riscontra nella relazione annuale di Telecom.

Riassumiamo ora nella seguente tabella le informazioni pervenute:

<i>informazioni</i>	<i>% campione che fornisce l'informazione</i>
Distinzione tra derivati attivi e passivi	100% (25/25)
Distinzione tra derivati appartenenti alle attività/passività correnti e non correnti	100% (25/25)
Distinzione fair value sulla base della finalità dei derivati (specificazione fair value derivati di copertura e di negoziazione)	100% (25/25)
<u>Derivati di copertura:</u>	
• Suddivisione del fair value sulla base della tipologia di copertura (cash flow hedge, fair value hedge, ecc.)	79% (19/24)
• Suddivisione del fair value sulla base del sottostante (tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo commodity, ecc.)	75% (18/24)
<u>Derivati di negoziazione:</u>	
• suddivisione fair value sulla base della tipologia di sottostante	63% (12/19)

Da questa analisi possiamo vedere che, nonostante, come prima abbiamo potuto constatare, le disposizioni dei principi contabili internazionali siano, in linea di massima, rispettate, non siamo in grado di ricostruire in modo dettagliato le informazioni alle quali siamo interessati. Se tutte le aziende considerate riferiscono in merito alla distinzione tra derivati attivi e derivati passivi, tra derivati a breve e a lungo termine e tra derivati contabilizzati secondo le regole dell'hedge accounting e derivati

contabilizzati come strumenti di negoziazione, vediamo che il 79% del campione riporta il dettaglio del fair value relativo ad ogni tipologia di copertura, il 75% scompone minuziosamente il fair value relativo ai derivati di copertura sulla base del sottostante e il 63% procede alla specificazione del fair value secondo il medesimo criterio relativamente però ai derivati contabilizzati come derivati speculativi.

Ci spostiamo ora, per un attimo, dalla disclosure al vero e proprio utilizzo degli strumenti finanziari derivati per cercare di capire, sulla base, ovviamente, delle sole informazioni a nostra disposizione, come vengono utilizzati gli strumenti in oggetto e quali sono le relazioni più diffuse.

Per riassumere l'elaborazione dei dati proponiamo la seguente tabella:

società	Fair value netto	attività	passività	Finalità prevalente				Tipo di cop. prevalente				Sottostante prevalente derivati di copertura				Sottostante prevalente derivati di negoziazione			
				Attività		Passività		Attività		Passività		Attività		Passività		Attività		Passività	
				Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti	Correnti	Non Correnti
A2A	+	Non Corr.	Non Corr.	Cop.	Cop.	//	//	//	//	//	//	PC	TdI	//	//	//	//	//	
Enel	-	Corr.	Non Corr.	Neg.	Cop.	Neg.	Cop.	Cfh	Cfh	Cfh	Cfh	TdC	TdC	PC	TdC	PC	PC	TdI	
Enel GP	-	Non Corr.	Non Corr.	Cop.	Cop.	Neg.	Cop.	Cfh	Cfh		Cfh	PC	PC		TdI			TdI	
Eni	+	Corr.	Corr.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Cfh	Cfh	Cfh	Cfh	TdC	PC	//	//	PC	TdC	PC	
Saipem	+	Corr.	Corr.	Cop.	Cop.	Cop.	Cop.	Cfh	Cfh	Cfh	Cfh	TdC	TdC	TdC	TdC	//		//	
Snam																			
Terna	+	Non Corr.	Non Corr.		Cop.		Cop.		Cfh		Cfh				TdI			TdI	
Atlantia	-	Corr.	Non Corr.	Cop.		Cop.	Cop.	//		Hnife	Cfh	//		TdC	TdC			TdC	
Buzzi	-	Corr.	Non Corr.	Neg.		Neg.	Neg.									//		//	
Tenaris	+	Corr.	Corr.	Cop.		Cop.		Cfh		Cfh		TdC		TdC					
Finmecc.	+	Corr.	Corr.	Cop.		Cop.		Cfh		Cfh		TdC		TdC		TdI		TdI	
Prysm.	-	Corr.	Non Corr.	Neg.	Cop.	Cop.	Cop.	Cfh	Cfh	Cfh	Cfh	TdC	TdC	TdC	TdI	TdC		PC	
Fiat Ind.	+	Corr.	Corr.	Cop.	Cop.	Cop.	Cop.	Fvh		Cfh		TdI		TdC		//		//	
Fiat	+	Corr.	Corr.	Neg.		Neg.		Cfh		Cfh		TdI		TdC		//		//	
Pirelli	-	Corr.	Corr.	Neg.	Cop.		Cop.	Fvh		Cfh		TdI		TdI		TdC		TdC	
STMicr.	+	Corr.	Corr.	Neg.		Neg.		Cfh				TdC				TdC		TdC	
Gtech	+	Non Corr.	Corr.	Cop.	Cop.	Cop.		Fvh		//		TdI		//			TdC	//	
Mediaset	+	Corr.	Corr.	Cop.	Cop.	Cop.	Cop.	Cfh	Fvh	Cfh	Fvh	TdC	TdC	//	TdI	TdC		TdC	
Telecom	-	Non Corr.	Non Corr.	Cop.	Cop.	Cop.	Cop.	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	//	
Exor	+	Corr.	Corr.	Cop.	Cop.	Cop.	Cop.	Fvh		Cfh		TdI		TdC		//		//	
Yoox	-	Corr.	Corr.	Cop.		Cop.		Cfh		Cfh		TdC		TdI					
Luxott.	+	Corr.	Corr.	Neg.		Neg.				Cfh				TdC		TdC			
Autogr.	-	Corr.	Corr.	Cop.		Cop.		Fvh		Cfh		TdI		TdI					
Campari	-	Corr.	Non Corr.	Cop.			Cop.	Fvh			Fvh	TdI			TdC				
Ferrag.	+	Corr.	Corr.	Cop.		Neg.		Cfh		Cfh		TdC		TdC		TdC		TdC	
Tod's	+	Corr.	Corr.	Cop.		Cop.		//		//		TdC		TdC					

Legenda:

+: positivo

-: negativo

Corr.: correnti

Non Corr.: non correnti

Cop.: copertura

Neg.: negoziazione

Cfh: cash flow hedge

Fvh: fair value hedge

Hnife: hedge of net investment in foreign entities

TdC: tasso di cambio

TdI: tasso di interesse

PC: prezzo commodity

//: informazione mancante

█: posizione non riguardante la società

Cerchiamo di illustrare la tabella sopra esposta. La seconda colonna indica il segno del fair value netto degli strumenti derivati posseduti.

Nella terza e nella quarta colonna abbiamo indicato, sia per quanto riguarda i derivati dal fair value attivo sia per quanto riguarda i derivati dal fair value passivo, la prevalenza di strumenti a breve termine (“Corr.”) o di strumenti a lungo termine (“Non Corr.”).

Le colonne dalla quinta all’ottava indicano se prevalgano gli strumenti di copertura o di negoziazione sia all’interno delle attività a breve e a lungo termine, sia tra le passività a breve e a lungo termine.

Le colonne dalla nona alla dodicesima riguardano i derivati di copertura e indicano il tipo di copertura prevalente (tra cash flow hedge, fair value hedge e hedge of a net investment in a foreign entity) per le attività a breve e a lungo termine e le passività a breve e a lungo termine.

Le colonne dalla tredicesima alla ventesima, infine, riguardano, sia per quanto concerne i derivati di copertura sia per i derivati di negoziazione, la tipologia di sottostante prevalente, anche qui, sulla base della distinzione tra attività a breve e a lungo termine e passività a breve e a lungo termine.

Infine abbiamo dato alle righe diversi colori cercando di raggruppare le società sulla base del settore di appartenenza al fine di vedere se risulta possibile fare qualche tipo di considerazione legando i risultati ottenuti a quest’ultimo. Tuttavia, data l’eterogeneità del campione e il dettaglio della tabella, risulta difficile fare delle considerazioni indiscutibili e del tutto convincenti.

Innanzitutto abbiamo riscontrato che, per il 60% delle società (15 su 25, senza considerare Snam), il fair value netto degli strumenti finanziari derivati risulta essere positivo. Questo è un risultato alquanto inaspettato. Infatti, in linea di massima, ci saremmo aspettati un fair value netto in prevalenza negativo, avendo gli intermediari finanziari più elementi a disposizione per valutare la convenienza di uno strumento finanziario derivato.

Come risulta dalla strutturazione della tabella, abbiamo cercato di valutare poi vari aspetti. In particolare ci siamo soffermati a verificare se gli strumenti finanziari derivati sottoscritti siano iscritti, per la maggior parte, tra le attività/passività correnti o non correnti; se prevalgano i derivati contabilizzati come derivati di copertura o di

negoziiazione; quali siano le tipologie di coperture più diffuse; quali siano i sottostanti più diffusi, sia per le strategie di copertura che per quanto riguarda i derivati di non hedge accounting. Il tutto, ovviamente, basandoci unicamente sulle informazioni fornite dalle società, che, come possiamo vedere dalla tabella, risultano in parecchi casi lacunose.

Sia per quanto riguarda le attività sia per quanto riguarda le passività vediamo che la maggior parte dei derivati risulta iscritta nell'attivo o nel passivo corrente.

Possiamo anche constatare che, come si poteva prevedere, la maggior parte degli strumenti in oggetto, essendo designata a finalità di copertura, risulta contabilizzata secondo le regole dell'hedge accounting. Tuttavia, vi sono alcune grandi società per le quali la stragrande maggioranza dei derivati è trattata in bilancio come i derivati di negoziazione e non risulta sempre agevole capire se si tratta, e in quale misura rispettivamente, di derivati propriamente speculativi o derivati stipulati a fini di copertura ma che non rispettano i requisiti previsti dallo IASB. In particolare, tra queste, troviamo Enel (unica società per la quale si riscontra anche un fine speculativo), Buzzi Unicem (per la quale i derivati sono totalmente esclusi dall'applicazione delle regole di hedge accounting, seppur stipulati a fini di copertura), Enel Green Power, Fiat, Prysmian, Ferragamo, Pirelli e STMicroelectronics.

Per quanto riguarda le tipologie di copertura, vediamo che la più diffusa in assoluto è la copertura dei flussi finanziari (cash flow hedge), sia tra i derivati dal fair value attivo che tra quelli dal valore passivo, sia tra gli strumenti a breve che tra quelli a lungo termine.

Passando poi al sottostante, possiamo constatare che il più diffuso è il tasso di cambio, seguito dal tasso di interesse e dal prezzo commodity. Ciò vale sicuramente per i derivati di copertura, mentre meno chiara risulta la situazione per i derivati di trading. Tuttavia non diamo troppa importanza a questa eccezione, supponendo che i derivati contabilizzati come tali siano costituiti per la maggior parte da derivati stipulati per tutelarsi da un certo rischio ma che non rientrano nell'ambito di applicazione delle regole di hedge accounting.

Considerando i settori di appartenenza, l'unica considerazione abbastanza efficace che ci permettiamo di fare riguarda il fatto che i derivati su prezzo commodity prevalgono rispetto agli altri unicamente per le aziende operanti nel settore energetico.

Accontentandoci di un minor livello di dettaglio, proviamo a riproporre una tabella che mostri l'incidenza degli strumenti finanziari derivati sul totale attivo/passivo e la suddivisione sulla base della tipologia di sottostante.

società	incidenza derivati attività	incidenza sul totale derivati attivi			incidenza derivati passività	incidenza sul totale derivati passivi		
		tasso interesse	tasso di cambio	prezzo commodity		tasso interesse	tasso di cambio	prezzo commodity
A2A	0,81%	no info			0,49%	no info		
Enel	1,56%	0,97%	38,49%	60,54%	2,67%	17,73%	41,58%	40,69%
Enel GP	0,06%			100%	0,42%	100%		
Eni	0,99%	5,88%	33,67%	60,45%	0,87%	10,42%	//	//
Saipem	1,12%	no info			0,52%	no info		
Snam								
Terna	4,98%	100%			0,93%	no info		
Atlantia	0,07%	no info			1,21%	34,74%	65,26%	
Buzzi	0,04%	no info			0,47%	no info		
Tenaris	0,11%		100%		0,09%		100%	
Finmecc.	0,35%	27,10%	64,49%	//	0,27%	20,73%	79,27%	
Prysm.	0,32%		78,95%	21,05%	1,08%	53,85%	32,31%	13,85%
Fiat Ind.	0,31%	no info			0,25%	no info		
Fiat	0,61%	45,71%	1,60%	2,00%	0,24%	3,98%	42,29%	2,99%
Pirelli	0,63%	no info			1,23%	52,59%	47,41%	
STMicr.	0,36%		100%		0,01%		100%	
Gtech	0,24%	no info			0,02%	no info		
Mediaset	0,12%		100%		0,10%	no info		
Telecom	3,36%	no info			3,79%	no info		
Exor	0,50%	no info			0,27%	no info		
Yoox	0,14%		100%		0,23%	100%		
Luxott.	0,07%		100%		0,01%	39,14%	60,86%	
Autogr.	0,30%	94,23%	5,77%		0,56%	95,40%	4,60%	
Campari	0,03%	63,64%	36,36%		0,84%	8,68%	91,32%	
Ferrag.	1,69%		100%		0,11%		100%	
Tod's	0,50%		100%		0,16%		100%	
MEDIA	0,77%	48,22%	68,52%	48,81%	0,67%	44,77%	66,53%	19,18%
MEDIANA	0,35%	45,71%	89,48%	60,45%	0,42%	36,94%	65,26%	13,85%

Essendoci spostati per un attimo dalla disclosure sulla base degli standard internazionali all'utilizzo dei derivati ed avendo già appurato che sono pochi (se non uno solo) i casi di società che stipulano questo tipo di strumenti a fini propriamente speculativi,

abbiamo tralasciato la distinzione tra derivati di copertura e di negoziazione. Abbiamo calcolato inoltre sia la media che la mediana (essendo la media fortemente influenzata dai dati estremi). Vediamo tuttavia che sono parecchi (circa il 40%) i casi in cui non disponiamo delle informazioni per ricostruire dettagliatamente le posizioni desiderate (segnalati con la scritta “no info”). Va detto, inoltre, che per quanto riguarda le società Fiat, Eni e Finmeccanica (per queste ultime notiamo il simbolo “//” corrispondente) non siamo riusciti a ricostruire dettagliatamente l’importo dei derivati stipulati su ogni categoria di sottostante, accontentandoci dunque di dati parziali.

In linea di massima, possiamo dire che le società che presentano la maggior incidenza di strumenti finanziari derivati rispetto al totale di stato patrimoniale sono le società appartenenti al settore energetico, ad eccezione di Enel Green Power, alle quali potremmo aggiungere la società Telecom che presenta un’incidenza di derivati (sia attivi che passivi) nettamente superiore a media e mediana.

Per quanto concerne la tipologia di sottostante, possiamo renderci conto di come la stragrande maggioranza dei derivati siano stipulati su tasso di cambio, seguiti dai derivati su tassi di interesse. A tal proposito segnaliamo che vi sono delle società che possiedono derivati unicamente su valute, quali Tenaris (operante nel settore siderurgico), STMicroelectronics (appartenente al settore elettronico), Ferragamo e Tod’s (entrambe attive nel tessile/abbigliamento).

Anche con i numeri alla mano, invece, vediamo che i derivati su prezzo commodities sono stipulati da tutte società appartenenti al settore energetico, in particolare Enel, Enel Green Power ed Eni, alle quali si aggiungono le società Fiat e Prysmian, operative rispettivamente nel settore automobilistico e nel settore della produzione di cavi per applicazioni in ambito energetico e delle telecomunicazioni.

3.2.2.8. Le tipologie di strumenti finanziari derivati

Il passaggio successivo della nostra indagine è volto ad indagare se le relazioni annuali analizzate permettono di capire il valore degli strumenti finanziari derivati distinti, oltre che sulla base della finalità e del sottostante, in relazione alla tipologia di strumento.

Il paragrafo 22 dell'IFRS 7 richiede espressamente l'indicazione del fair value di ogni tipologia di copertura. Tuttavia, anche se non è possibile parlare di mancato rispetto di tale disposizione in quanto si perviene comunque, nella maggior parte dei casi al valore (magari totale) degli strumenti in questione, non sempre è agevole capire quale sia il fair value di ogni categoria di derivato di copertura. Inoltre, non esistendo delle previsioni specifiche per gli strumenti contabilizzati come derivati di negoziazione, come abbiamo visto, si fa riferimento a quanto disposto per gli strumenti finanziari in generale e non sussiste dunque alcun obbligo di fornire il valore di ogni tipologia di derivato.

Dall'analisi effettuata risulta che ben poche società appartenenti al campione permettono di pervenire all'informazione desiderata. Nonostante quasi tutte forniscano il valore degli strumenti derivati posseduti alla data del bilancio e buona parte descrivano la tipologia di derivati utilizzata, solo il 36% (9 società su 25, tenendo sempre presente che la società Snam non risulta in possesso di derivati al 31/12/2012) illustrano dettagliatamente la suddivisione del fair value dei derivati in portafoglio sulla base della finalità degli stessi e della tipologia di strumento.

In particolare, tra queste possiamo sicuramente citare Campari, Luxottica, Finmeccanica, STMicroelectronics e Tenaris.

Abbiamo considerato anche Autogrill, per la quale è possibile pervenire ad un'informazione abbastanza particolareggiata, nonostante indichi la presenza di opzioni e forwards senza specificare l'importo preciso, che andrebbe al di là comunque del fair value totale rappresentato per la maggior parte da swaps su tassi di interesse e contratti a termine su tassi di cambio (presumibilmente future).

All'interno di questo 36% abbiamo incluso anche Tod's e Yoox che permettono di comprendere la composizione del portafoglio derivati, nonostante parlino in generale di "contratti a termine" senza specificare se si tratti di futures o forwards, e Mediaset, la quale descrive in modo particolareggiato il fair value distinto per tipologia di derivato ma, per quanto concerne i forwards dal valore passivo, non specifica se siano contabilizzati come strumenti di copertura o di negoziazione.

Per quanto riguarda il resto del campione, vediamo che tutte le società descrivono le tipologie di contratti derivati sottoscritti, la finalità della sottoscrizione (o meglio, se si tratta di derivati contabilizzati come derivati di copertura o di negoziazione) ed il sottostante, senza specificare il fair value relativo ad ogni tipologia di strumento.

Un paio di eccezioni sono rappresentate da Atlantia, che descrive dettagliatamente il valore di ogni tipo di derivato dal fair value passivo, ma non fornisce le stesse informazioni per quanto concerne gli strumenti analoghi iscritti tra le attività, ed Enel Green Power che, per quanto riguarda i derivati attivi, parla genericamente di “altri derivati” senza descrivere la categoria.

Infine, senza badare ai numeri che, come abbiamo visto, sono presenti e chiari in poche delle relazioni analizzate e non ci permetterebbero dunque di giungere a conclusioni efficaci, abbiamo cercato di capire quali siano gli strumenti finanziari derivati tradizionalmente utilizzati dalle imprese. Il tutto senza far caso alla distinzione tra derivati di hedge accounting e derivati di non hedge accounting essendo questa un’informazione che non sempre viene fornita per ogni tipologia di derivato e avendo già appurato che i derivati contabilizzati come derivati di negoziazione non sono, nella maggior parte dei casi, derivati propriamente speculativi bensì strumenti stipulati a fini di copertura che non rientrano nell’ambito di applicazione dello IAS 39.

La tabella seguente riassume la presenza delle relazioni poste in essere dalle società del campione.

società	swap				opzioni			forward			future			contr. a termine			altri derivati			derivati OTC			
	TdI	TdC	PC	azioni	TdI	TdC	PC	TdI	TdC	PC	TdI	TdC	PC	TdI	TdC	PC	TdI	TdC	PC	TdI	TdC	PC	
A2A	X	X	X		X	X	X		X	X		X	X										
Enel		X																					
Enel GP	X																					X	
Eni	X	X	X			X	X		X	X			X					X	X				X
Saipem		X	X						X						X	X							
Snam	no derivati al 31/12/2012																						
Terna	X																						
Atlantia	X	X							X														
Buzzi	X	X	X												X								
Tenaris									X														
Finmecc.	X								X													X	
Prysm.	X																						
Fiat Ind.	X	X				X			X														
Fiat	X	X	X	X		X			X														
Pirelli	X											X			X								
STMicr.						X			X														
Gtech	X					X									X								
Mediaset						X			X														
Telecom	X	X	X			X	X		X														
Exor	X	X	X			X			X														
Yoox	X														X								
Luxott.	X								X														
Autogr.	X					X			X						X								
Campari	X	X							X														
Ferrag.	no info tipologia derivati																						
Tod's															X								
TOT.	18	11	7	1	3	8	3	1	14	2	0	1	3	0	7	1	0	1	2	0	0	1	
	37				14			17			4			8			3			1			

Vediamo che gli strumenti più diffusi in assoluto sono gli swaps. Nel caso specifico molteplici sono gli swaps su tassi di interesse, seguiti dagli swaps su tassi di cambio. A titolo puramente informativo aggiungiamo che tra gli swaps su valute abbiamo incluso anche i *cross currency interest rate swaps* sottoscritti dalle società Exor, Fiat e Telecom.

Numerose sono anche le relazioni poste in essere utilizzando contratti a termine e, in particolare, forwards su tassi di cambio.

Abbiamo aggiunto anche le colonne relative agli altri derivati e, in generale, ai derivati *over the counter* per quelle aziende che non descrivevano la tipologia di strumento sottoscritto, ma si tratta comunque di un numero di relazioni poco significativo.

Le righe ombreggiate ci servono per collegarci al punto precedente e rappresentano le società per le quali siamo riusciti a comprendere la tipologia di derivati posta in essere ma non siamo giunti a capire il fair value corrispondente ad ognuna di esse.

Come possiamo vedere, spesso, queste società sono quelle che utilizzano svariate tipologie di strumenti derivati per le proprie esigenze (di copertura o di negoziazione che siano). È il caso, ad esempio, di A2A, Fiat Industrial, Exor, Eni, Fiat, Telecom e Saipem, società che sottoscrivono svariate tipologie di derivati (swaps, opzioni, contratti a termine) su diversi sottostanti. Al contrario, osserviamo che i portafogli di derivati delle società che descrivono dettagliatamente il fair value delle relazioni in essere, sono abbastanza semplici, ossia spesso costituiti da poche tipologie di derivati su tassi di cambio e/o tassi di interesse, come nei casi di Tenaris, STMicroelectronics, Mediaset, Yoox, Luxottica, Campari e Tod's. Un'eccezione può essere considerata la società Autogrill per la quale riusciamo a pervenire ad un'informativa dettagliata sull'aspetto in questione, nonostante la società abbia sottoscritto svariate tipologie di derivati (swaps, opzioni, forwards e contratti a termine in generale, presumibilmente futures), su tassi di interesse e su tassi di cambio.

3.2.3. Conclusioni

Per concludere questo capitolo vogliamo ora confrontare il livello di trasparenza informativa delle società con l'incidenza degli strumenti finanziari derivati nei loro

bilanci. Per valutare la trasparenza informativa di ogni azienda abbiamo tentato di quantificare le informazioni relative ai derivati pervenute nelle relazioni analizzate e a tal fine abbiamo riassunto i dati finora trattati nella tabella successivamente riportata che, a prima vista, risulta alquanto complicata.

Ad ogni informazione inoltre abbiamo cercato di dare un peso sulla base di diversi aspetti, con qualche imperfezione che ora segnaleremo.

Innanzitutto, nelle prime colonne abbiamo riassunto le informazioni inerenti la reperibilità degli strumenti finanziari derivati negli schemi di bilancio. Considerando il fatto che tutte le società riportano delle informazioni nelle note al bilancio, e che quindi considerando anche queste ultime non sarebbero cambiati i nostri risultati, ci siamo concentrati solo su conto economico (senza distinguere tra conto economico separato e other comprehensive income) e stato patrimoniale. All'intera sezione abbiamo attribuito un peso pari a uno (come ad ogni altra sezione che vedremo) suddiviso equamente tra conto economico e stato patrimoniale.

Nelle sezioni seconda, terza e quarta abbiamo contato le informazioni fornite nel rispetto dell'IFRS 7. In particolare la seconda sezione riguarda il rispetto del paragrafo 22 dello standard in questione. Prevedendo quest'ultimo delle informazioni che dovrebbero essere fornite in merito ad ogni tipologia di copertura, abbiamo suddiviso il peso totale (anche qui pari ad 1) in parti uguali.

Per quanto concerne invece le informazioni previste dal paragrafo 23, relativo alle relazioni cash flow hedge, abbiamo dato un peso maggiore alle informazioni inerenti i periodi di manifestazione dei flussi futuri e a quelle sull'importo riconosciuto in OCI, essendo queste delle informazioni che non dovrebbero mai mancare.

Abbiamo assegnato un peso minimo invece alle informazioni relative alle "operazioni coperte ma che prevedibilmente non si manifesteranno più", "agli importi trasferiti da OCI a conto economico" e "agli importi trasferiti da OCI a costo di attività o passività non finanziarie oggetto di copertura iniziale come operazione altamente probabile", in quanto, a nostro avviso, si tratta di informazioni che potenzialmente potrebbero anche non riguardare la società, e quindi mancare, senza per questo compromettere il rispetto del principio in questione.

Allo stesso modo, per quanto riguarda il paragrafo 24, abbiamo attribuito meno importanza all'informazione relativa alla parte inefficace della copertura per le relazioni cash flow hedge e hedge of a net investment in a foreign entity, in quanto potenzialmente inesistente, rispetto alla somma di quelle richieste per le coperture di fair value in merito ai risultati economici su strumenti di copertura ed elementi coperti.

Abbiamo poi riassunto i dati relativi ai derivati di negoziazione attribuendo in questo caso lo stesso peso ad ogni tipo di informazione. Anche qui siamo coscienti che si tratta di informazioni che dovrebbero essere presenti per gli strumenti finanziari in generale e dunque anche per i derivati di copertura. Tuttavia, anche in questo caso, avendo già constatato che, per quanto riguarda questi ultimi, tali previsioni risultano in linea di massima rispettate, nella tabella abbiamo considerato, in questa sezione, i soli derivati di negoziazione.

Abbiamo considerato poi anche l'informativa volontaria. Nell'analisi delle diverse relazioni annuali, infatti, siamo pervenuti ad alcuni dati non previsti obbligatoriamente dalle disposizioni dei principi contabili internazionali. Tra queste, in particolare, troviamo notizie sull'efficacia della copertura, sul metodo di valutazione dell'efficacia, su analisi di sensitività fornite dalla maggior parte delle società del campione e alcune informazioni in merito ai flussi da derivati sottoscritti. Anche in questo caso abbiamo suddiviso il peso attribuito alla sezione in parti uguali.

Nella penultima sezione abbiamo cercato di riassumere la presenza o meno di dati che ci hanno permesso di giungere alla ricostruzione del fair value degli strumenti sottoscritti distinto sulla base dei parametri considerati ossia scadenza a breve o a lungo termine, iscrizione tra derivati di copertura o di negoziazione, tipologia di copertura, sottostante di derivati di copertura o di negoziazione.

Con l'ultima sezione, infine, abbiamo tentato di pesare le informazioni a nostra disposizione che ci hanno permesso di giungere a capire la tipologia di strumenti derivati sottoscritti dalle società del campione. Il valore pari a uno viene dato a quelle società che, oltre ad informare sulla tipologia di derivati in possesso, forniscono il loro fair value dettagliato sulla base del sottostante e della finalità di sottoscrizione. Per la maggior parte del campione, invece, come abbiamo visto disponiamo solo di informazioni sul tipo di derivato.

Sommando tutti i pesi attribuiti ad ogni sezione abbiamo ottenuto un dato, il cui valore massimo è pari a 8, che ci aiuta un po' a valutare il livello di trasparenza informativa dei bilanci delle società considerate sul tema derivati.

Qualche imperfezione nel calcolo dei nostri indici è dovuta alla nostra incapacità di esplicitare in modo adeguato il fatto che alcune posizioni non riguardano determinate società. Osservando la tabella vediamo che alcune zone sono ombreggiate. Tale ombreggiatura sta ad indicare che l'informazione non interessa la società in questione (ad esempio la società non possiede derivati di negoziazione o derivati fair value hedge). Tuttavia funge solo da promemoria in quanto l'unica cosa che siamo riusciti a fare è stata provare a dare un peso diverso ad alcune informazioni, senza poterle però escludere in modo indiscutibile dal conteggio finale.

Abbiamo poi riportato media, mediana e, al fine di raffinare la nostra analisi, primo e terzo quartile della distribuzione.





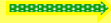











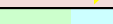







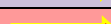
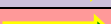











Vediamo che la società il cui indice assume il valore più elevato è Finmeccanica e che più del 60% del campione presenta valori sopra la media.





Sapendo che quest'ultima risulta influenzata da valori estremi come il caso della società Snam, per la quale le informazioni pervenute sono limitate alla presenza dell'accantonamento in OCI e alla sensitive analysis, consideriamo la mediana e i quartili.

Vediamo che le società con il maggior peso di informazioni, dopo Finmeccanica, sono Enel, Enel Green Power, Eni, Pirelli, Mediaset e Luxottica. Si tratta delle società per le quali l'indice informativo calcolato presenta valori maggiori/uguali al terzo quartile. Oltre ad esse, anche Fiat, Fiat Industrial, Prysmian, Telecom, Exor e Campari forniscono una quantità di informazioni superiore alla mediana.

Al fine di evidenziare quanto sopra esposto, di comprendere se vi siano dei casi particolari e se l'informativa fornita sia coerente con il valore dei derivati detenuti, proviamo a mettere a confronto l'incidenza degli strumenti finanziari derivati posseduti e il peso delle informazioni rilevate.

Nella tabella seguente abbiamo riportato le informazioni relative all'incidenza degli strumenti in bilancio e al livello di disclosure rilevato nelle relazioni al bilancio analizzate. Per ogni sezione della tabella abbiamo poi riportato media, mediana e quartili della distribuzione.

società	incidenza derivati attività	incidenza derivati passività	informazioni
A2A	0,81%	0,49%	4,1
Enel	 1,56%	 2,67%	 6,25
Enel GP	 0,06%	0,42%	 5,6
Eni	 0,99%	0,87%	 5,6
Saipem	 1,12%	0,52%	4,35
Snam			 0,75
Terna	 4,98%	 0,93%	 3,35
Atlantia	 0,07%	 1,21%	5,05
Buzzi	 0,04%	0,47%	 2,4
Tenaris	 0,11%	 0,09%	 3,85
Finmecc.	0,35%	0,27%	 7,55
Prysm.	0,32%	 1,08%	5,25
Fiat Ind.	0,31%	0,25%	5,2
Fiat	0,61%	0,24%	5,55
Pirelli	0,63%	 1,23%	 5,75
STMicr.	0,36%	 0,01%	5,05
Gtech	0,24%	 0,02%	 2,95
Mediaset	0,12%	 0,10%	 5,75
Telecom	 3,36%	 3,79%	5,55
Exor	0,50%	0,27%	5,45
Yoox	0,14%	0,23%	4,1
Luxott.	 0,07%	 0,01%	 6
Autogr.	0,30%	0,56%	4,6
Campari	 0,03%	0,84%	5,45
Ferrag.	 1,69%	 0,11%	4,95
Tod's	0,50%	0,16%	 4
MEDIA	0,77%	0,67%	4,77
mediana	0,35%	0,42%	5,125
1° quartile	0,115%	0,135%	4,1
3° quartile	0,90%	0,90%	5,6

	valori al di sopra del quartile più alto
	valore coincidente con il quartile più alto
	valori al di sotto del quartile più basso
	valori al di sopra della mediana

Le frecce colorate sono finalizzate ad evidenziare, per ogni sezione della tabella, da un lato i valori al di sopra del quartile più alto, indicati da una freccia verde, e, dall'altro, i

valori al di sotto del quartile più basso, segnalati da una freccia rossa. I valori cerchiati in verde segnalano quegli indici di disclosure il cui valore è superiore al valore mediano.

Notiamo che, se entriamo nel dettaglio e consideriamo i quartili delle distribuzioni di valori, non esiste una relazione diretta e regolare tra il peso degli strumenti derivati in bilancio e livello di disclosure. Infatti, solo Enel ed Eni presentano un'incidenza dei derivati al di sopra del quartile più alto e accompagnano tale incidenza con un'informativa il cui indice risulta anch'esso al di sopra del valore dato dal terzo quartile.

Al contrario, Gtech presenta un'incidenza degli strumenti in oggetto tra le più basse all'interno del campione ed un livello di disclosure altrettanto scarso.

Come già detto in precedenza, a livello di considerazione generale, possiamo dire che le società che presentano la più elevata incidenza di strumenti finanziari sul totale di stato patrimoniale sono le società appartenenti al settore energetico (ad eccezione di Enel Green Power) che, soprattutto per quanto riguarda l'attivo di stato patrimoniale, presentano dei gradi di incidenza rientranti nel quartile più alto della distribuzione, così come, per la maggior parte di esse, il livello di informativa fornita in bilancio. A queste si aggiunge la società Telecom, per la quale la rilevanza dei derivati in stato patrimoniale, sia dal lato attivo che dal lato passivo, risulta tra le più elevate ed è accompagnata da un livello di disclosure al di sopra del valore mediano.

Tra le eccezioni più evidenti troviamo innanzitutto Luxottica che, pur presentando un'incidenza degli strumenti finanziari derivati tra le meno significative sul totale di stato patrimoniale, risulta essere tra le società il cui livello di informativa fornita sul tema appartiene al quartile più alto della distribuzione.

Tra i casi particolari possiamo annoverare anche Mediaset e Campari, società la cui incidenza dei derivati in bilancio risulta modesta, ma il cui livello di disclosure appare molto significativo (compreso nel quartile più alto nel caso di Mediaset e comunque al di sopra del valore mediano nel caso di Campari).

Al contrario, la società Terna, pur essendo tra le società appartenenti al settore energetico ed avendo un'incidenza di strumenti derivati molto elevata all'interno del bilancio, riporta un'informativa tra le più scarse all'interno del campione analizzato.

Concludendo, possiamo dire che le disposizioni dello IAS 39 sulla contabilizzazione dei derivati risultano in linea di massima rispettate. Nonostante le perplessità segnalate di volta in volta, anche l'IFRS 7, sulla disclosure relativa agli strumenti di copertura nelle note al bilancio, può essere considerato osservato, così come quanto previsto dalle disposizioni per gli strumenti finanziari in generale a cui abbiamo fatto riferimento per valutare l'informativa inerente i derivati di negoziazione.

Abbiamo anche potuto osservare che i derivati propriamente speculativi sono pochi ma spesso gli strumenti di copertura non sono contabilizzati come tali dato il non rispetto dei requisiti per l'applicazione delle regole di hedge accounting.

Per quanto riguarda l'effettivo uso dei derivati abbiamo constatato che le relazioni di copertura più diffuse sono le relazioni cash flow hedge e che la stragrande maggioranza di derivati ha come sottostante i tassi di cambio. Ancora, abbiamo potuto vedere come lo strumento più utilizzato dalle società sia lo swap.

Nella maggior parte delle relazioni analizzate abbiamo poi 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.

Tuttavia, possiamo anche dire che, nonostante non si possa certo parlare di mancato rispetto dei principi contabili internazionali (considerando anche la complessità degli standard in questione), nel momento in cui abbiamo cercato di ricostruire in modo particolareggiato il fair value degli strumenti in oggetto, distinto per tipologia di copertura, tipologia di derivato e sottostante, abbiamo incontrato non poche difficoltà.

Sebbene, come già detto, non esista una relazione univoca e indiscutibile tra livello di disclosure e peso degli strumenti derivati, dall'ultima tabella esposta possiamo vedere come, in linea di massima e fatta eccezione per il caso Terna, le società che presentano la maggior incidenza di strumenti derivati forniscono un'informativa, se non al di sopra del quartile più alto, comunque sopra la media. Tuttavia, soprattutto per le società che presentano dei portafogli di derivati complessi a livello di tipologia di strumenti, le informazioni, seppur fornite, non risultano sempre chiare e facilmente comprensibili.

CAPITOLO IV

I DERIVATI NEI PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI

Nonostante l'oggetto del presente elaborato sia focalizzato sui principi contabili internazionali, si ritiene opportuno fornire alcuni cenni sulla contabilizzazione dei derivati secondo la prassi nazionale attraverso la disamina del caso di una società che deteneva degli Interest Rate Swap le cui modalità di contabilizzazione risultavano alquanto discutibili.

Benchè la società in questione seguisse la prassi nazionale nella redazione del bilancio, riteniamo interessante descrivere il caso sopra citato, dopo un breve approfondimento sugli strumenti derivati in oggetto, già descritti in termini generali nel primo capitolo, e un'introduzione della normativa nazionale sul tema.

4.1. UN APPROFONDIMENTO SUGLI IRS DI COPERTURA

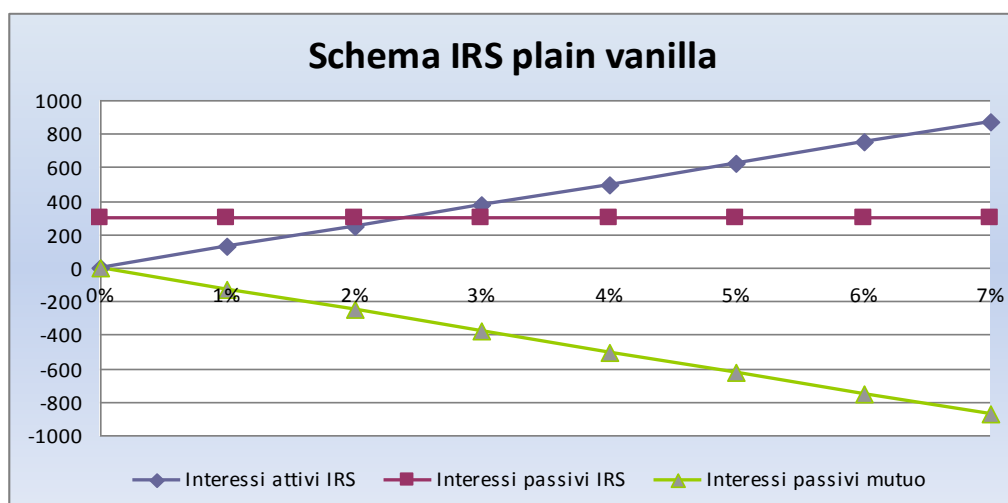
Riprendendo nel caso specifico quanto già detto nel corso del primo capitolo, ricordiamo che la sottoscrizione di un *IRS plain vanilla*, in cui il cliente paga interessi definiti sulla base di un tasso fisso, permette, in presenza di tassi di interesse in aumento, di annullare il rischio di pagare rate del mutuo crescenti.

In termini di pay-off, un contratto IRS di copertura, presenta:

- 1) un'area di profitto quando il tasso di interesse variabile è superiore ad un definito tasso fisso "strike";
- 2) un'area di perdita, in caso di ribasso del tasso variabile.

I flussi differenziali, positivi o negativi, generati dal contratto IRS dovrebbero controbilanciare esattamente i flussi generati dal contratto di debito stipulato con tasso variabile. Il mutuo diventa così, a tutti gli effetti, un debito a tasso fisso.

Come vediamo dallo schema di seguito riportato, l'andamento della retta degli interessi attivi garantiti dall'IRS bilancia esattamente quello della retta degli interessi passivi da pagare sul mutuo all'aumentare dei tassi di mercato. Di fatto, il sottoscrittore si trova quindi con una posizione netta che prevede il pagamento di un ammontare di interessi passivi IRS predefinito (tasso fisso) e indipendente dall'andamento dei tassi di mercato. Il rischio di tasso è in questo modo annullato.



Ovviamente, perché ciò avvenga, deve sussistere un'elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento a tal fine utilizzato.

In particolare, il **nozionale** del derivato deve essere allineato all'importo del debito che si intende coprire. Pertanto sarà fisso nell'ipotesi riferibile a un prestito "bullet" (restituzione della quota capitale solo a scadenza); sarà scalare nel tempo (struttura *amortizing*) invece nel caso di rimborso graduale del prestito, simmetricamente al piano di rimborso del capitale da restituire.

La **scadenza** del derivato deve essere quanto più possibile simile a quella del debito, e comunque mai eccedente quest'ultima.

Il **tasso parametro banca** (ossia ciò che il cliente incassa periodicamente dalla controparte dello swap) deve essere indicizzato a un tasso variabile uguale o almeno statisticamente correlato con quello del finanziamento oggetto di copertura.

Il **tasso parametro cliente** (ciò che il cliente paga periodicamente alla banca), invece, sarà un tasso fisso unico in funzione dei tassi swap di riferimento per la durata del

contratto o di tipo “*step up*” (tassi fissi crescenti) o di tipo “*step down*” (tassi in diminuzione), la cui media sia comparabile con i tassi swap di riferimento.

Per quanto riguarda la **distribuzione probabilistica** del *mark to market*, vi devono cioè essere uguali probabilità associate ad una variazione positiva o negativa del valore attuale del contratto.

Relativamente alla **sensitività dello strumento**, il mark to market deve migliorare se il tasso variabile espressione del pagamento della banca aumenta più delle attese, poiché ci si deve coprire da un rialzo dei tassi superiore a quello comunque già scontato dalla curva forward (ci si copre rispetto alla curva dei tassi già attesa dal mercato).

Gli elementi sopra indicati sono condizioni inderogabili che definiscono nella sostanza un prodotto/strumento IRS di copertura. L'assenza o la modifica di una o più delle specifiche elencate introduce una componente speculativa.

È indispensabile aver chiaro che, a prescindere dalla finalità per cui un IRS viene stipulato, la variazione dei tassi di interesse sul mercato determina una modifica del valore delle due sequenze di flussi (gambe) che ne costituiscono la struttura e, di conseguenza, l'emergere di un valore di mercato (o mark to market) del derivato diverso da zero. Subire una perdita su derivati, anche se di copertura, è dunque possibile, ma in questo caso l'entità della stessa dovrebbe essere sempre bilanciata da un analogo risultato di segno contrario. Viceversa, nel caso di uso del derivato per una strategia di tipo speculativo, la variazione negativa del valore dello strumento, comporta per il sottoscrittore il sostenimento di perdite non compensate da variazioni di segno opposto su altre posizioni.

La presenza di valori negativi su contratti IRS è una condizione fisiologica del funzionamento di tali strumenti, ma nel caso in cui tale valore non trovi adeguata giustificazione (o compensazione) in un beneficio acquisito su altre voci del portafoglio/bilancio del sottoscrittore, quest'ultimo ha spesso l'interesse ad adottare strategie di modifica della propria posizione. A tal fine, sono configurabili 3 possibili soluzioni (già richiamate in precedenza ma che approfondiamo al fine di comprendere meglio la vicenda successivamente descritta):

- 1) strategia **unwinding**, che prevede la chiusura anticipata della posizione in derivati con liquidazione alla banca dell'importo del market to market negativo e conseguente riposizionamento dell'esposizione aziendale al rischio di mercato

(salva la possibilità di procedere alla stipula di un nuovo contratto in grado di rispondere meglio alle effettive esigenze);

- 2) strategia di **rimodulazione**, che prevede il mantenimento della strategia di copertura in essere e contestuale affiancamento di un nuovo derivato in grado di rimodulare i cash flows negativi rendendoli più in linea con il nuovo scenario di mercato atteso.

Questa soluzione si presta ad attuare una politica di gestione dinamica del tasso di interesse (in una prospettiva di copertura), ma spesso è offerta anche dalla banca al sottoscrittore per cercare di correggere una o più impostazioni assunte con il derivato originario e ritenute ora errate.

- 3) strategia di **ristrutturazione** che prevede la sostituzione del derivato in essere con un altro avente caratteristiche diverse (in termini di durata, importo, eventuale struttura opzionale, ecc.) incorporando il market to market negativo del primo.

La ristrutturazione è la soluzione tipicamente utilizzata nel caso di perdite consistenti sul derivato originario. Il nuovo derivato presenta necessariamente caratteristiche molto più aggressive di quello originario e ciò implica l'adozione di un approccio molto più speculativo da parte del sottoscrittore con un incremento dell'esposizione al rischio. È evidente che il valore del nuovo prodotto al momento della negoziazione non è nullo ma sarà uguale al mark to market negativo del precedente derivato, differenza che non scompare ma viene "spalmata" per tutta la durata della strategia di ristrutturazione sui flussi di cassa del nuovo derivato.

4.2. GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NEI PRINCIPI NAZIONALI

Come abbiamo già accennato, la normativa civilistica non contiene alcuna disposizione specifica in riferimento alla contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati limitandosi ad indicare alcune informazioni ad essi inerenti da riportare in nota integrativa. Allo stesso modo, nei principi contabili nazionali non si rinviene un documento apposito sul tema in questione ma delle indicazioni poco precise e disseminate tra i vari principi.

In data 5 agosto 2014, l'OIC ha pubblicato i principi contabili nazionali aggiornati, tra i quali ve ne sono alcuni a cui faremo riferimento ai fini di descrivere la prassi contabile nazionale. Tuttavia, essendo il caso della società in questione accaduto prima di tale data ed i nuovi principi applicabili a far data dal 31 dicembre 2014, nella stesura di questo capitolo faremo riferimento alla prassi contabile attualmente vigente, basata sui principi OIC emanati nel corso del 2005.

In particolare le operazioni in derivati sono considerate dal Legislatore nazionale e dalla prassi contabile espressa dall'OIC operazioni "fuori bilancio" e la rappresentazione che ne viene fornita nel sistema contabile riflette questa impostazione teorica.

Essendo lo swap un accordo mediante il quale le parti convengono lo scambio di flussi finanziari a date future, configurabile dunque come una sorta di promessa incondizionata tra le parti, rispettivamente a ricevere e a consegnare quanto pattuito, al momento della sottoscrizione non si assiste al verificarsi di alcun investimento di risorse monetarie. Per questo motivo non avviene alcuna registrazione nello stato patrimoniale e nel conto economico, ma unicamente nei conti d'ordine con la seguente scrittura:

Derivati IRS sottoscritti	D	XXX	
IRS di copertura	A		XXX

Nel corso dell'esercizio verranno poi contabilizzati, come oneri o proventi finanziari, gli elementi reddituali derivanti dai contratti derivati sottoscritti.

Considerando il caso dell'IRS (una tra le tipologie più utilizzate, nonché quella riguardante il caso che andremo a descrivere), si possono definire due distinte modalità di rilevazione:

1) al netto: viene contabilizzato solo il differenziale tra gli interessi che la banca paga all'impresa e quelli che l'impresa paga alla banca. In tale ipotesi le scritture saranno le seguenti:

a) in caso di differenziale positivo:

VFP	Banca c/c	D	XXX	
VEP	Differenziali IRS	A		XXX

b) In caso di differenziale negativo:

VEN	Differenziali IRS	D	XXX
VFN	Banca c/c	A	XXX

2) al lordo: gli interessi che la banca paga all'impresa vengono imputati tra i proventi finanziari mentre gli interessi che l'impresa paga alla banca vengono imputati tra gli oneri finanziari.

a) Contabilizzazione dei proventi finanziari:

VFP	Banca c/c	D	XXX
VEP	Proventi fin.	A	XXX

b) Contabilizzazione degli oneri finanziari:

VEN	Oneri finanziari	D	XXX
VFN	Banca c/c	A	XXX

Nella vicenda che andremo a trattare, assume particolare rilevanza il tema della rinegoziazione di un derivato, il cui trattamento dipende in particolar modo dall'estinzione o meno del derivato originario e la sua sostituzione con uno nuovo. Al momento della rinegoziazione, le condizioni del derivato originariamente negoziato sono spesso tali da impedire un suo inquadramento come strumento di copertura. La rinegoziazione è infatti frequente soprattutto nel caso di derivati che hanno assunto nel tempo un valore negativo, casi in cui, di solito, l'impresa sostituisce il derivato originario con uno nuovo, negativo per un importo pari al fair value negativo del derivato precedente. La società dovrebbe allora rilevare un costo pari al fair value negativo del primo derivato e una passività corrispondente, pari al fair value negativo iniziale del nuovo contratto.

4.2.1. La rappresentazione e la valutazione in bilancio

Abbiamo già detto che non esistono delle disposizioni ad hoc all'interno della normativa civilistica e nazionale in merito al trattamento contabile degli strumenti derivati. Tuttavia, per la loro rappresentazione all'interno degli schemi di bilancio è possibile far riferimento a quanto previsto dagli artt. 2424, 2425, 2427 e 2427-bis del C.C. e ai principi contabili emanati dall'OIC. Vediamo che:

- nello **Stato Patrimoniale**, nella **sezione Attivo**, non troviamo alcuna rappresentazione;
- nello **Stato Patrimoniale, sezione Passivo**: l'OIC 19¹¹³ prevede che le perdite nette maturate sui derivati di negoziazione siano stanziare in appositi fondi del passivo dello stato patrimoniale (Voce **B.3** - altri fondi);
- in calce allo stato patrimoniale, tra i **conti d'ordine**: secondo il Principio contabile 22 (anch'esso aggiornato a luglio 2014), i conti d'ordine accolgono gli impegni connessi alla stipula dei contratti derivati. Gli impegni da esprimere in questi conti d'ordine sono valutati al valore nominale che si desume dalla relativa documentazione;
- **nel Conto Economico**, tra i **componenti positivi**: gli interessi e i proventi relativi alle operazioni in derivati (“fuori bilancio”) sono contabilizzati sotto il profilo della competenza economica secondo l'articolo 2423-bis C.C. Alla voce **C.16.d** del conto economico (tra i proventi finanziari) confluisce il differenziale positivo sugli interessi collegati all'IRS (nel caso di rilevazione dei flussi finanziari “al netto”) o gli interessi che la banca paga all'impresa (nel caso in cui si scelga la modalità di rilevazione “al lordo”);
- **nel Conto Economico**, tra i **componenti negativi**: anche gli oneri relativi alle operazioni in derivati sono contabilizzati sulla base dell'articolo 2423-bis C.C. Alla voce **C.17** del conto economico (tra gli oneri finanziari) confluisce il differenziale negativo sugli interessi collegati all'IRS (in caso di rilevazione “al netto”) o gli interessi che l'impresa paga alla banca (nel caso in cui si scelga la modalità di rilevazione “al lordo”);

¹¹³ L'OIC 19 (nella versione risalente al maggio 2005, e tuttora in vigore, rubricato “Fondi per rischi ed oneri, trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato, i debiti”) risulta oggi aggiornato e intitolato “Debiti”. Per i fondi per rischi e oneri, a partire dal 31/12/2014, si farà riferimento all'OIC 31.

- **nella Nota Integrativa:** a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 394/2003, che ha introdotto tra l'altro l'art. 2427-bis C.C., dal 1° gennaio 2005 la nota integrativa deve esporre per ciascuna categoria di derivati:

- 1) il fair value¹¹⁴;
- 2) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura.

L'OIC 3 afferma che *“le informazioni integrative comprendono un insieme di descrizioni qualitative e quantitative, tenuto conto della natura degli strumenti e della loro importanza relativa”*. Il contenuto integrativo minimo che pare opportuno indicare è rappresentato in due tabelle (una per i derivati di copertura e una per quelli di negoziazione) che distinguono i derivati sottoscritti sulla base degli elementi sottostanti e della tipologia di strumento. Tali tabelle, proposte dallo stesso OIC, tuttavia, possono essere sostituite da un'informativa minima per ogni contratto derivato nel caso in cui il numero di derivati sottoscritti sia estremamente contenuto.

Il trattamento finora descritto vale anche in riferimento alle società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, ad eccezione delle indicazioni dell'art. 2427-bis, comma 1, n. 1, in merito all'indicazione del fair value e all'entità e alla natura delle operazioni in derivati poste in essere.

4.2.2. La valutazione dei derivati di copertura secondo i principi contabili nazionali

Tra i documenti emanati dall'OIC, oltre che tra i principi generali, ve ne sono alcuni (OIC 3, relativo alle informazioni da riportare in nota integrativa e nella relazione sulla gestione; OIC 22, per quanto riguarda i conti d'ordine; OIC 19, in merito a fondi rischi

¹¹⁴ Dalle previsioni dell'OIC 3 vediamo che, così come la Direttiva 2001/65/CE, peraltro ispirata allo IAS 39 (che abbiamo già visto), anche secondo l'art. 2427-bis, c.3, *“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; qualora 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 da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato”.

Secondo il successivo comma 4 le norme sulla valutazione a fair value possono essere disattese qualora non sia possibile individuare in maniera attendibile il fair value degli strumenti finanziari.

e oneri; l'OIC 26 relativo alle operazioni in valuta estera; il documento del CNDCR del febbraio 2005) dai quali è possibile estrapolare le informazioni utili per il trattamento contabile dei derivati di copertura.

Come abbiamo visto, l'OIC 3 contiene solo alcune informazioni inerenti gli strumenti finanziari derivati da riportare in nota integrativa (oltre che nella relazione sulla gestione). Tale principio rimanda poi al D.Lgs. 87/1992 (che detta disposizioni in materia di bilanci bancari e finanziari) e alle relative istruzioni della Banca d'Italia per l'individuazione delle operazioni di copertura.

Vi è poi l'OIC 22 (conti d'ordine) che stabilisce che i conti d'ordine accolgono, tra gli altri, anche gli impegni connessi alla stipulazione dei derivati. Si limita a indicare che il valore nominale o nozionale potrebbe essere fuorviante, ma non indica effettivamente quale dovrebbe essere il valore di iscrizione.

Ricordiamo poi l'OIC 19 (relativo ai fondi rischi e oneri nella versione del 2005) che, al paragrafo C.VII, stabilisce che alle operazioni fuori bilancio relative a derivati su titoli, valute, tassi di interesse e indici di Borsa devono applicarsi i medesimi criteri di valutazione stabiliti per le corrispondenti attività e passività in bilancio.

Di fatto, l'OIC 19 riprende quanto disposto dal D.Lgs. 87/1992 relativo al bilancio delle banche e degli enti creditizi¹¹⁵. Tali disposizioni individuano le regole di contabilizzazione per gli strumenti derivati di copertura: la loro valutazione deve seguire il criterio utilizzato per le attività/passività coperte. È dunque sempre la valutazione dell'elemento coperto che guida e indirizza quella del derivato, esattamente al contrario di quanto disposto dalle regole di hedge accounting previste dai principi contabili internazionali.

In relazione a quanto contenuto nel principio in questione, dobbiamo precisare che alcune delle norme del D.Lgs. 87/1992 possono essere applicate anche ai bilanci delle imprese diverse da banche e intermediari finanziari.

Fondamentale importanza assume a tal proposito la norma dell'**art. 15, c. 1, lett c)**, secondo la quale le attività e le passività in bilancio e fuori bilancio, che siano tra loro collegate (perché oggetto di un'operazione di copertura) devono essere valutate in modo coerente. Ne deriva che:

¹¹⁵ Si precisa che, a partire dall'esercizio 2005 per il bilancio consolidato e dal 2006 per il bilancio individuale, vige l'obbligo per le banche di attenersi a quanto previsto dai principi contabili internazionali (IAS/IFRS) e non più dal D.Lgs. 87/1992.

- per le **attività immobilizzate** il criterio da adottare per la valutazione del derivato di copertura è quello del costo ridotto di eventuali perdite durevoli di valore. Non si imputano a conto economico eventuali variazioni di valore dovute all'oscillazione del fair value;
- per quanto riguarda le **attività non immobilizzate**, il criterio da usare è il minore tra la valutazione al costo e il valore di mercato. Affinchè vi sia coerenza di valutazione, si ritiene che se sull'attività non immobilizzata coperta sia stato rilevato un costo a causa del minor valore di mercato, anche il derivato di copertura debba essere valutato al suo fair value¹¹⁶, con conseguente rilevazione di un utile non ancora realizzato;
- per quanto riguarda le **passività**, il criterio di valutazione è il valore nominale. Le variazioni di valore del derivato di copertura sono ininfluenti e il derivato viene valutato al costo.

Dunque la valutazione di un derivato di copertura assume rilievo solo al fine delle informazioni da indicare in nota integrativa. Nei prospetti di stato patrimoniale e conto economico invece, le informazioni relative all'oscillazione di valore del derivato di copertura trovano riflesso solo nell'ipotesi di derivati su attività non immobilizzate.

Nel caso di copertura di elementi del passivo, le variazioni di valore del derivato di copertura non vengono mai riflesse nei prospetti di conto economico e stato patrimoniale.

Inoltre, nel caso di variazioni negative del fair value del derivato di copertura non è necessario procedere ad alcun intervento sul bilancio in quanto lo strumento ha la specifica finalità di annullare/ridurre il rischio di oscillazione dell'attività coperta. Il risultato negativo dovrebbe dunque essere compensato dal risultato positivo sulla posta coperta.

¹¹⁶ Come sottolineato dall'OIC 3, ricordiamo che, dato che la maggior parte dei derivati è del tipo *over the counter*, per la valutazione del fair value è necessario ricorrere a modelli valutativi. Nella scelta e nell'uso di tali modelli si dovrà tener conto di tutti i fattori di rischio che incidono sul contratto da valutare ed occorre, per quanto possibile, utilizzare parametri rilevabili sui singoli mercati.

4.2.3. La valutazione dei derivati di negoziazione

In riferimento ai derivati di negoziazione possiamo citare l'OIC 22, per il quale si rimanda a quanto previsto per i derivati di copertura, e l'OIC 19, secondo il quale le perdite nette maturate in relazione a operazioni fuori bilancio devono essere stanziare in appositi fondi del passivo di stato patrimoniale, compresi nella voce B.3 (altri fondi), mentre l'eventuale utile non deve essere rilevato.

L'OIC 3, invece, non contiene alcuna indicazione specifica in merito ai derivati di negoziazione.

In sostanza, i derivati di negoziazione si valutano con riferimento allo IAS 39, tenendo però conto del principio della prudenza. In particolare, per questo tipo di derivati, vi è un obbligo di accertare il valore corrente dello strumento derivato alla data di chiusura dell'esercizio e di iscrivere l'eventuale perdita di valore in un apposito fondo rischi alla voce B.3 del passivo di stato patrimoniale con contropartita alla voce C.17 (oneri finanziari) del conto economico.

Se la variazione del valore del derivato a fine esercizio determina il conseguimento di un eventuale utile, esso, per rispetto del principio della prudenza, non può essere contabilizzato.

4.2.4. L'informativa complementare

Per quanto concerne l'informativa supplementare da fornire sugli strumenti finanziari derivati, l'art. 2428 C.C. è stato integrato, al comma 2, con il n. 6-bis) il quale chiede di indicare nella relazione sulla gestione, *in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio*:

- informazioni qualitative: obiettivi e politiche intraprese dalla società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna categoria di operazioni previste. Queste informazioni di tipo qualitativo sono volte a chiarire gli obiettivi della direzione aziendale, le politiche e i criteri usati per fronteggiare i rischi;

- informazioni quantitative: l'esposizione della società a una serie di rischi che includono il rischio di prezzo, di credito, di liquidità e di variazione dei flussi finanziari. Si tratta di informazioni finalizzate a fornire le indicazioni circa l'ampiezza dell'esposizione ai rischi da parte dell'impresa.

Insieme, informazioni qualitative e quantitative, dovrebbero garantire una panoramica esaustiva sia sull'utilizzo degli strumenti finanziari, sia sull'esposizione al rischio che essi creano.

Queste informazioni non sono dovute da parte delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata e sono dunque esonerate dalla redazione della relazione sulla gestione. Gli amministratori pertanto dovranno stabilire di volta in volta, nelle concrete circostanze, quando l'operatività in strumenti derivati sia rilevante e quando, dunque, sia necessario fornire adeguate informazioni in merito ai lettori del bilancio.

4.3. IL CASO: LA SOCIETÀ ALFA E GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Dopo l'analisi delle caratteristiche della società, la lettura critica dei fatti oggetto della ricerca in questione presuppone l'identificazione della strategia di impiego dei derivati perseguita dalla società, delle caratteristiche tecniche degli strumenti sottoscritti, del trattamento contabile e valutativo adottato dalla società per le operazioni oggetto di analisi e dei pareri espressi dai diversi organi sociali.

4.3.1. La società Alfa

Per motivi di riservatezza chiameremo genericamente la società "Società Alfa", non riporteremo i reali valori di ogni operazione, non indicheremo il periodo preciso di manifestazione degli eventi in oggetto, non procederemo alla descrizione delle caratteristiche, delle vicende storiche o dell'oggetto sociale della società, limitandoci a classificarla come società manifatturiera.

Possiamo dire che l'attività sociale, negli anni precedenti la vicenda che andremo a descrivere, fu caratterizzata dalla realizzazione di diverse operazioni straordinarie, da numerosi interventi sul capitale e dalla modifica della data di chiusura di ogni esercizio sociale, che passò dal 31/08 al 31/12 a partire dal 31/12 dell'anno n.

Dobbiamo precisare che la società, in data 28/06/n-2, aveva stipulato due mutui della durata di 15 anni rispettivamente con Banca X e Banca Z dell'importo di € 14.202.564,75.

4.3.2. La sottoscrizione dei derivati

L'operatività in derivati della società Alfa inizia già nell'anno (n-4) con la sottoscrizione di un primo IRS con Banca X. Successivamente si sono susseguite altre operazioni sia con la stessa Banca X, sia con Banca Y e Banca Z. Le operazioni a volte consistevano in rinegoziazioni di contratti già sottoscritti, con livelli crescenti di complessità della struttura.

Ai fini della ricerca che stiamo analizzando, i derivati rilevanti, le cui modalità di contabilizzazione presentano qualche profilo di ambiguità, sono solo un sottoinsieme di quelli stipulati ed in particolare:

Prodotto IRS	Nozionale	Data iniziale	Data recesso	Up-front
Alpine Swap	€ 11 M	23.10.(n-1)	24.11.(n)	-
Inflazione Swap	€ 20,90 M	17.03.(n)	24.11.(n)	2.609.860,00
Inflazione Swap	€ 30,25 M	26.11.(n)	23.09.(n+1)	2.591.600,00
IRS protetto differenziale	€ 25,85	27.09.(n+1)	21.06.(n+2)	2.656.500,00
IRS	€ 25,30	26.06.(n+2)	28.02.(n+5)	3.353.956,10

4.3.3. La strategia di impiego dei derivati e le caratteristiche delle posizioni soggette a rischio

Come più volte ribadito dagli amministratori della società (almeno fino all'esercizio n+2), le operazioni in derivati eseguite con Banca X avevano tutte finalità di copertura dal rischio di tasso di interesse. In particolare, i due mutui che rappresentavano di fatto la posizione oggetto delle politiche di copertura erano così caratterizzati:

Banca	Data contratto	Importo concesso	Durata	Tasso interesse
Banca X	28/06/n-2	€ 14.202.564,75	15 anni. 56 rate trimestrali posticipate (31/3, 30/6, 30/9, 31/12).	Variabile
Banca Z	28/06/n-2	€ 14.202.564,75	15 anni. 56 rate trimestrali posticipate (31/3, 30/6, 30/9, 31/12).	Variabile

4.3.4. Le caratteristiche dei derivati acquisiti

Senza dilungarci a fornire il dettaglio sulle caratteristiche di ogni derivato sottoscritto, possiamo riassumere nella tabella sottostante le perplessità in merito ad ogni strumento, al fine di poter affermare che, nei casi in cui il derivato potesse essere classificato come derivato di copertura, la posizione risultava poco equilibrata e sempre a vantaggio della banca.

Prodotto IRS	Importo	Data sottoscr.	Commenti struttura derivato
Alpine Swap	€ 11 M	21/10/n-1	Il contratto non possiede alcuna caratteristica di copertura. È una scommessa sull'andamento congiunto di 2 variabili rappresentative dell'andamento dei tassi svizzeri e dell'andamento della zona euro. Esiste inoltre

			una discordanza tra il periodo di riferimento per il tasso variabile della banca e quello del cliente. Quest'ultimo non è fisso ed è quindi incongruente con gli obiettivi di copertura del debito.
Inflazione Swap	€ 20,90 M	15/03/n	Il pay-off della struttura è fortemente sbilanciato a favore della banca, le cui probabilità di guadagno sono superiori rispetto a quelle del cliente.
Inflazione Swap	€ 30,25 M	24/11/n	La banca detiene una struttura obbligazionaria semplice a tasso variabile, mentre i pagamenti del cliente variano in base al valore dell'inflazione. L'analisi sul pricing alla data di sottoscrizione mostra che gli eventi più probabili per ogni periodo sono quelli più penalizzanti per il cliente.
IRS protetto differenziale	€ 25,85 M	23/09/n+1	Lo swap ingloba eventi che snaturano le caratteristiche di un plain vanilla, rendendo l'efficienza e l'efficacia dello stesso altamente limitate da tali caratteristiche. Si sottolinea la difficoltà di valutazione da parte del cliente dei rischi assunti al momento della sottoscrizione. Si rileva come, dal momento che alla data di recesso la curva a termine era salita, se lo strumento fosse stato efficiente ed efficace, avrebbe neutralizzato tale evento e generato beneficio al cliente, ma tale risultato non si è concretizzato.
IRS	€ 25,30 M	21/06/n+2	Il prodotto rappresenta un classico plain vanilla, con 4 tassi fissi definiti su diversi intervalli temporali. I tassi così fissati servono solo per trasferire il valore negativo maturato nel precedente IRS anticipatamente risolto. Dal calcolo sul valore attuale dei flussi pagati dal cliente e dalla banca, considerando la curva dei tassi e la relativa curva forward, si ottiene un valore negativo di euro 3.379.920 contro un up-front pari a euro 3.353.956 (la differenza rappresenta costi impliciti per il cliente).

4.3.5. L'informativa di bilancio sui derivati. La rappresentazione contabile delle operazioni in derivati

Nella tabella sotto riportata sintetizziamo i dati contenuti nei bilanci chiusi nel corso degli esercizi della vicenda in questione.

Come possiamo vedere, l'analisi dei documenti di bilancio evidenzia come la società, pur dichiarando di aver operato con i derivati al solo scopo di coprire i rischi connessi alla propria situazione debitoria, accantoni prudenzialmente un fondo rischi su derivati IRS, il cui valore è peraltro completamente legato da quello della perdita in corso di formazione sul relativo contratto.

Nell'n+2, però, la società cambia il criterio di contabilizzazione provvedendo a stanziare integralmente in bilancio un fondo rischi pari al valore negativo dei contratti a fine periodo, seguendo quindi il comportamento raccomandato dai principi contabili internazionali (ripresi da quelli nazionali) per i derivati di speculazione.

contenuti di bilancio						
data bilancio	banca	informazioni SP		informazioni CE		informazioni NI
		voci	importi	voci	importi	voci
31/08/n	Banca X	Fondo per rischi e oneri	€ 440.000	Costi della prod. - Acc.to per rischi	€ 440.000	Conti d'ordine - Contratti IRS
		Conti d'ordine - Impegni	€ 64.900.000			Ai fini di copertura è stato accantonato al fondo rischi un acc.to prudenziale. Al 24/11/n il derivato presentava un fair value negativo di € 2.591.600.
31/12/n	Banca X	Fondo per rischi e oneri	€ 586.666	Costi della prod. - Acc.to per rischi	€ 146.666	Conti d'ordine - Contratti IRS
		Conti d'ordine - Impegni	€ 30.250.000			Contratto sottoscritto al fine di operare una copertura della posizione debitoria. L'appostazione a bilancio è avvenuta imputando a CE il saldo delle stesse alla voce "svalutazioni di att. fin.", iscrivendo le contropartite patrimoniali a "conti aperti", o movimentando la voce "crediti verso altri" per i contratti che esprimono un valore positivo e la voce "altri debiti" per il contratto che esprime un valore di mercato negativo. al 31/01/n+1 il contratto in oggetto presentava un valore negativo di € 3.216.005.
31/12/n+1	Banca X	Fondo per rischi e oneri	€ 1.026.666	Costi della prod. - Acc.to per rischi	€ 146.666	Conti d'ordine - Contratti IRS
		Conti d'ordine - Impegni	€ 25.850.000			L'appostazione a bilancio è avvenuta imputando a CE il saldo delle stesse alla voce "svalutazioni di att. fin.", iscrivendo le contropartite patrimoniali a "conti aperti", o movimentando la voce "crediti verso altri" per i contratti che esprimono un valore positivo e la voce "altri debiti" per il contratto che esprime un valore di mercato negativo. Nel caso in esame la risoluzione contrattuale ha evidenziato una posta negativa pari a € 2.656.500 e contestualmente una posta positiva di pari valore. Al 30/12/n+1 il contratto in oggetto presentava un valore negativo di € 3.380.535.

31/12/n+2	Banca X	Fondo per rischi e oneri	€ 3.884.669	Costi della prod. - Acc.to per rischi	€ 2.858.002	Conti d'ordine - Contratti IRS
		Conti d'ordine - Impegni	€ 25.300.000			non perfetta correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie delle passività coperte con quelle di alcuni strumenti derivati. L'iscrizione a CE della quota di acc.to di € 2.858.002 per l'anno n+2 permette al fondo relativo pari a € 3.917.983, di coprire interamente il fair value dello strumento finanziario al 31/12/n+2 come previsto dai principi contabili internazionali (IAS 39). Al 23/05/n+3 il contratto presenta un fair value negativo sensibilmente diminuito e pari a € 2.860.000 circa. Questo permetterebbe alla società di ottenere un plusvalore di circa € 1.058.000.

4.3.6. Iter di approvazione del bilancio, organi di controllo e pareri

La società Alfa era dotata di organi di controllo: un Collegio sindacale di 3 membri effettivi e, relativamente al controllo contabile, una società di revisione.

Riassumiamo sinteticamente i pareri espressi da assemblea e organi di controllo:

Bilancio	Assemblea		Parere Collegio Sindacale	Parere Società di Revisione
	Approvazione	Ratifica		
31/08/n	Maggioranza senza rilievi da parte dei soci dissenzienti	Sì	Sfavorevole. Acc.to al fondo rischi inadeguato.	Sfavorevole. Dalla valutazione al fair value (prevista dalla normativa in materia) dei contratti in essere sarebbe emersa una minusvalenza di € 2,64 mln a fronte dello stanziamento di un fondo rischi e oneri di 440.000 €.
31/12/n	Maggioranza senza rilievi da parte dei soci dissenzienti	Sì	Sfavorevole. Acc.to al fondo rischi inadeguato.	Sfavorevole. Minusvalenza latente di circa € 3,2 mln a fronte del fondo di 586.666 €.
31/12/n+1	Maggioranza senza rilievi da parte dei soci dissenzienti	Sì	Sfavorevole. Acc.to al fondo rischi inadeguato.	Sfavorevole. Minusvalenza latente di circa € 3,4 mln a fronte di un fondo di 1.026.666 €.

31/12/n+2	Maggioranza senza rilievi da parte dei soci dissenzienti	Sì	Incapacità di esprimere parere favorevole. Dopo l'accantonamento da parte del CdA all'apposito fondo della valutazione corrente dello strumento derivato in essere in seguito alla valutazione sulla base del mark to market, persistono significativi elementi di incertezza in merito alla continuità aziendale in ragione dell'ormai pluriennale situazione di squilibrio economico e finanziario.	Incapacità di esprimere un giudizio. Significative incertezze sulla capacità della società di continuare la propria attività, sul cui presupposto si basa la redazione del bilancio d'esercizio con criteri tipici di un'azienda in funzionamento.
-----------	--	----	---	--

4.3.7. I profili di indagine

Descriveremo ora i profili di indagine considerati al fine di ottenere un quadro chiaro e completo del trattamento dei derivati nella gestione sociale. In particolare verranno analizzate le finalità delle operazioni in derivati poste in essere dalla società Alfa in riferimento alla configurabilità dei derivati sottoscritti come strumenti di copertura e le modalità di contabilizzazione degli strumenti considerati.

4.3.7.1. Il profilo strategico: le finalità per le quali sono poste in essere le operazioni.

La configurabilità dei derivati come strumenti di copertura del rischio

Sotto il profilo **strategico**, con riferimento alle finalità per le quali sono state poste in essere le operazioni, si precisa che per poter inquadrare un'operazione come operazione di copertura devono sussistere i requisiti riassunti nella seguente tabella:

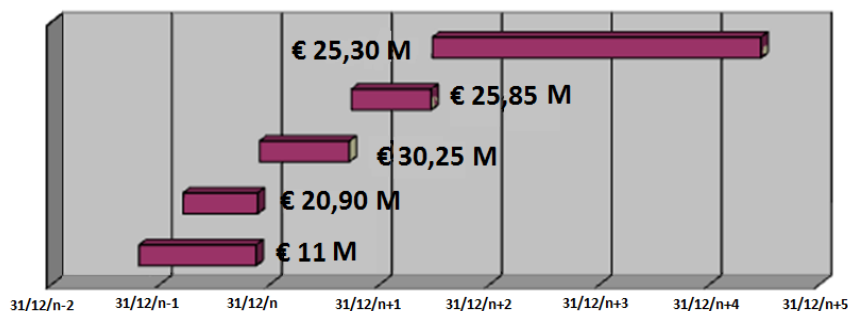
Macro-variabile	Variabile di dettaglio	Condizioni per l'inquadramento come derivato di copertura
intento di porre in essere la copertura	/	Vi deve essere l'esplicitazione della finalità di porre in essere una copertura da uno specifico rischio.
elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto di copertura e dello strumento derivato	nozionale	Il valore del nozionale deve essere allineato a quello dell'attività/passività che si intende coprire. La coerenza del valore va intesa in senso dinamico e deve dunque sempre permanere, anche in presenza di variazioni del valore nominale dell'elemento oggetto di copertura.
	durata	La durata dello strumento derivato e dell'elemento da coprire devono essere identiche. È eventualmente accettabile una durata del derivato leggermente inferiore, nella prospettiva di un successivo rinnovo.
	tasso	I parametri di riferimento di una "gamba" del derivato devono essere allineati (in termini di tasso di riferimento, periodicità di rilevazione, ecc.) con quelli dell'elemento da cui scaturisce il rischio che deve essere coperto.
documentabilità	/	Devono esistere prove documentali della volontà di porre in essere un'operazione di copertura e delle modalità con cui essa viene attuata.

Con riferimento alla prima e alla terza macro-variabile, possiamo dire che le condizioni per l'inquadramento dello strumento come derivato di copertura risultano parzialmente soddisfatte.

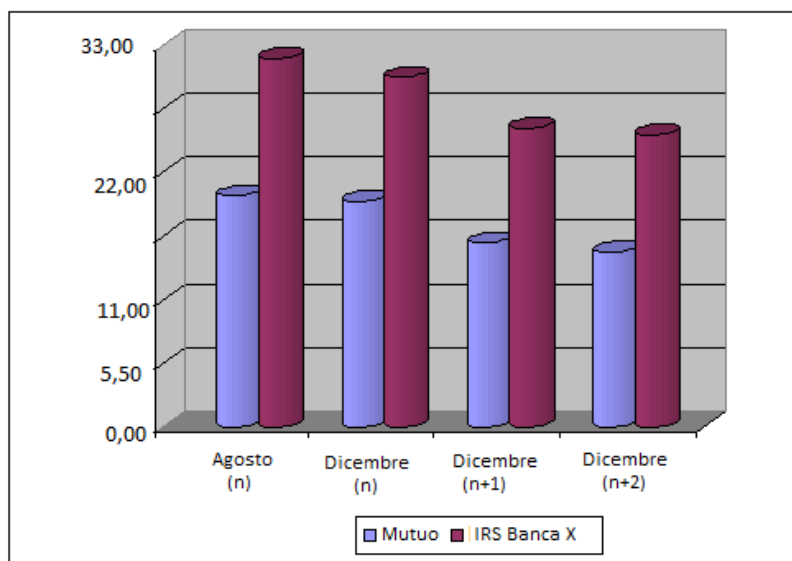
Concentrandoci ora sulla seconda macro-variabile (elevata correlazione tra caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento derivato), analizzeremo se effettivamente, a fronte della volontà dell'organo amministrativo della società di porre in essere un'operazione di copertura e del supporto tecnico fornito dalla stessa Banca X, gli strumenti derivati sottoscritti fossero idonei al perseguimento dello scopo prefissato. A tal fine studieremo minuziosamente le tre variabili di dettaglio: nozionale, durata e tasso.

Il valore nozionale

Dall'analisi dei grafici che rappresentano il valore del nozionale è possibile notare una sovrapposizione (compresenza) dei singoli contratti considerati, con il conseguente cumulo delle posizioni di nozionale coperte.



Il successivo grafico mostra come l'importo del nozionale (fucsia) assuma nel tempo valori di gran lunga più elevati rispetto a quello dei mutui che lo stesso avrebbe dovuto coprire. Dal grafico si nota come il nozionale dei contratti IRS (fucsia) risulti maggiore rispetto al valore del mutuo. Va sottolineato come nessuno dei derivati stipulati fosse di tipo amortizing, prevedesse cioè un abbattimento del nozionale allineato al piano di ammortamento dei mutui oggetto di copertura. Anche in questo senso si conferma l'inidoneità degli stessi derivati a costituire una copertura efficiente del rischio di tasso.



In relazione alla variabile nozionale possiamo concludere dicendo che la finalità di copertura non risulta soddisfatta. L'importo complessivo degli IRS risulta non allineato e, anzi, superiore al valore del debito residuo.

La durata

Il confronto tra la durata residua effettiva degli IRS (almeno teorica) e la durata residua del debito dovrebbe, in linea teorica, essere eseguito in modo continuo al fine di accertare l' idoneità del derivato di fornire adeguata copertura. Essendo impossibile procedere a un confronto dettagliato su di un arco temporale così esteso e in assenza di adeguata documentazione di supporto per compiere un' analisi completa, il riscontro è stato eseguito alle date di riferimento dei diversi bilanci, ritenute comunque rappresentative della sequenza di operazioni di volta in volta posta in essere dalla società in oggetto.

Data bilancio	Durata residua debito	Durata residua IRS	Idoneità IRS a coprire il rischio in relazione alla durata
31/08/n	154 mesi	114 mesi	No
31/12/n	160 mesi	95 mesi	No
31/12/n+1	138 mesi	92 mesi	No
31/12/n+2	126 mesi	114 mesi	No

Il giudizio in merito alla finalità di copertura è negativo in quanto la durata complessiva degli IRS è sempre notevolmente inferiore alla durata prevista del debito.

Le rate del mutuo inoltre sono trimestrali. Ogni IRS ha invece caratteristiche diverse dal precedente e le tempistiche di pagamento dei differenziali IRS non sono coincidenti con le date previste dal contratto di mutuo.

Il tasso

In una prospettiva come quella della società Alfa, lo strumento derivato, al fine di poter essere considerato efficace in un'ottica di copertura del rischio di tasso avrebbe dovuto garantire la definizione di un importo massimo fisso da pagare da parte del cliente. In mancanza di tale soglia, infatti, la società si sarebbe trovata esposta al rischio di aumento di tassi sia sulla posizione originaria di mutuo, sia sul derivato che avrebbe invece dovuto garantire la copertura di tale rischio. Tale fattore di rischio espone ovviamente la società al rischio di perdite ancora più consistenti.

Senza proporre la dettagliata struttura dei tassi parametro cliente e banca applicati nei diversi contratti stipulati con Banca X, che risulterebbe troppo articolata e di difficile comprensione, ci limitiamo a evidenziare che ogni contratto è stato negoziato inglobando le passività del/i precedente/i contratto/i e che la rimodulazione ha annullato la funzione iniziale di copertura dei due mutui sottostanti. Infatti, gli swaps analizzati non mostrano uno scambio equo di un tasso variabile contro un tasso fisso o un tasso massimo e quindi non possono essere definiti strumenti di copertura, bensì di negoziazione.

Sempre con riferimento alla variabile tasso, ma in relazione ad un diverso profilo di analisi, si segnala come i contratti sottoscritti evidenzino una diversa modalità di rilevazione dei tassi da pagare: in particolare il tasso banca viene rilevato in anticipo, mentre il tasso cliente in via posticipata. Tale differenza non mette sullo stesso piano le controparti: il primo soggetto è infatti in grado di stimare la curva implicita dei tassi, mentre il secondo si trova di fatto nella posizione di uno scommettitore.

I contratti IRS stipulati, di fatto, non fissano quasi mai un tasso massimo a debito del cliente, che è quindi esposto a rischi di variazione dei tassi.

I contratti prevedono spesso un tasso cliente che può essere fisso o variabile in base al realizzarsi di eventi o condizionano il valore del tasso cliente a parametri (inflazione, ecc.) non coerenti con gli obiettivi dichiarati.

Sintesi profilo strategico

In merito al profilo strategico, ossia alle finalità per le quali sono posti in essere i derivati, dopo aver descritto i motivi per cui la seconda macro-variabile risulta insoddisfatta, proponiamo la seguente tabella riassuntiva:

Macro-variabile	Requisiti per derivato di copertura	Giudizio
Intento di porre in essere la copertura	Esplicitazione della finalità del derivato di porre in essere una copertura da uno specifico rischio	Requisito parzialmente soddisfatto
Elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento derivato	Valore nozionale, durata e tasso del derivato allineati a quelli della passività da cui deriva il rischio che si intende coprire.	Requisito non soddisfatto
Documentabilità	Esistenza di prove documentali della volontà di porre in essere un'operazione di copertura e delle modalità con cui essa viene attuata.	Requisito parzialmente soddisfatto

4.3.7.2. Il profilo rilevativo e valutativo

Invece, sotto il profilo **rilevativo** e **valutativo**, sono previste, come visto precedentemente, particolari modalità di rappresentazione e valutazione dei derivati in bilancio:

Macro-variabile	Variabile di dettaglio	Condotta prevista
Rappresentazione in bilancio	Stato Patrimoniale	Gli impegni connessi alla stipula dei derivati vengono indicati tra i conti d'ordine. L'eventuale perdita di valore su un derivato non di copertura va inserita in un apposito fondo rischi collocato alla voce B.3 del passivo.

	Conto Economico	I proventi e gli oneri relativi ad operazioni fuori bilancio sono iscritti in base al principio di competenza. Il differenziale positivo sugli interessi collegati all'IRS viene indicato alla voce C.16.d del CE, quello negativo alla voce C.17.
	Nota Integrativa	Dal 1° gennaio 2005 la nota integrativa deve esporre per ciascuna categoria di derivati i dati sul fair value e le informazioni sulla natura e sull'entità dell'operazione. Le norme sulla valutazione al fair value possono essere disattese qualora non sia possibile individuare in maniera attendibile il fair value degli strumenti finanziari.
Valutazione	Valutazione	<p>Alle operazioni fuori bilancio relative a contratti derivati su titoli, valute, tassi di interesse e indici di Borsa devono applicarsi i medesimi criteri di valutazione stabiliti per le corrispondenti attività e passività in bilancio.</p> <p>La valutazione di un derivato di copertura assume rilievo solo ai fini delle informazioni da indicare in nota integrativa, mentre nei prospetti di stato patrimoniale e conto economico le relative informazioni trovano riflesso solo nell'ipotesi di derivati su attività non immobilizzate con valore di mercato inferiore al costo di acquisto.</p> <p>Per i derivati di negoziazione vi è un obbligo di accertare il valore corrente dello strumento derivato alla data di chiusura dell'esercizio e di iscrivere l'eventuale perdita di valore in un apposito fondo rischi collocato al rigo B.3 del passivo di stato patrimoniale.</p>
Informazioni Complementari	Relazione sulla Gestione	Informazioni qualitative e quantitative relative all'esposizione ai rischi dell'impresa e alle strategie di copertura.

Si riassumono di seguito le caratteristiche dei contratti rappresentati nei bilanci del periodo di interesse (si riportano anche i contratti stipulati con Banca Z che non costituiscono oggetto del presente lavoro per i motivi già illustrati):

Banca	Prodotto	Nozionale (mln)	Tipologia derivato	Ago (n)	Dic (n)	Dic (n+1)	Dic (n+2)
X	Alpine Swap	11,00	Speculazione				
X	Inflazione swap	20,90	Speculazione				
Z	IRS	33,00	Speculazione				
X	Inflazione swap	30,25	Speculazione				
X	IRS protetto	25,85	Speculazione				
X	IRS	25,30	Speculazione				

Riassumiamo poi i giudizi sui singoli bilanci:

Per i bilanci chiusi al 31/08/n, 31/12/n, 31/12/n+1, valgono gli stessi rilievi:

Macro-variabile	Variabile di dettaglio	Comportamento adottato e coerenza con le regole indicate	Giudizio
Rappresentazione	Stato Patrimoniale	Previsioni rispettate con riferimento ai conti d'ordine. Mancato stanziamento del fondo rischi alla voce B.3 del passivo.	Negativo
	Conto Economico	Mancata indicazione dell'acc.to al fondo rischi.	Negativo
	Nota Integrativa	Previsioni non rispettate. Tutte le informazioni obbligatorie previste dalla normativa civilistica, vengono indicate in nota integrativa assumendo l'esistenza di una finalità di copertura dei derivati che è incompatibile con le caratteristiche degli strumenti acquisiti.	Negativo

Valutazione	Valutazione	Previsioni non rispettate. Il criterio di valutazione applicato ai derivati presuppone una finalità di copertura incompatibile con le caratteristiche degli specifici strumenti.	Negativo
Informazioni complementari	Contenuto Relazione sulla Gestione	Non sussistendo l'obbligo della redazione della relazione sulla gestione, le relative informazioni sono state fornite in nota integrativa.	N.R.

Per il bilancio chiuso al 31/12/n+2:

Macro-variabile	Variabile di dettaglio	Comportamento adottato e coerenza con le regole indicate	Giudizio
Rappresentazione	Stato Patrimoniale	Previsioni rispettate	Sospeso
	Conto Economico	Previsioni rispettate	Sospeso
	Nota Integrativa	Previsioni rispettate	Sospeso
Valutazione	Valutazione	Previsioni rispettate	Sospeso
Informazioni complementari	Contenuto Relazione sulla Gestione	Non sussistendo l'obbligo della redazione della relazione sulla gestione, le relative informazioni sono state fornite in nota integrativa.	N.R.

Si ricorda che l'ultimo contratto IRS, stando a quanto riportato nel bilancio della società, è stato infine risolto nel mese di febbraio (n+5).

Come vediamo dalle tabelle sopra riportate, fino all' (n+2) la società non ha adottato correttamente i criteri di valutazione e rappresentazione delle operazioni in bilancio. Le posizioni in derivati aperte nei confronti di Banca X, infatti, sono state trattate a livello contabile come operazioni di copertura, anche a fronte del giudizio negativo più volte

espresso su questo punto dal Revisore Contabile e dal Collegio Sindacale. L'analisi qui condotta permette di condividere le conclusioni raggiunte dagli organi di controllo.

È interessante però rilevare come, in contrasto con la prassi contabile prevista per la rilevazione e valutazione dei derivati di copertura, la società ha comunque stanziato un generico fondo rischi su derivati, accantonando un valore quantificato in modo forfettario e non giustificato. Tale comportamento non incide in ogni caso sul parere negativo relativamente al trattamento contabile delle operazioni, costituendo invece un'anomalia anche nell'ottica dell'impostazione tecnica adottata dalla società.

4.3.8. Conclusioni

4.3.8.1. L'effetto delle scelte compiute sulla rappresentazione veritiera e corretta

Limitandoci a considerare il profilo contabile, fulcro del presente elaborato, ci avviamo alla conclusione dimostrando come la rappresentazione contabile delle operazioni in derivati indicata nei bilanci depositati abbia come effetto diretto la non corretta rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società, così come rilevato dagli stessi organi di controllo della società.

Qualora la società avesse correttamente applicato i principi contabili, la contabilizzazione delle perdite a conto economico avrebbe comportato una riduzione significativa del patrimonio netto che, in alcuni casi, avrebbe assunto valore negativo.

Quanto sopra affermato è desumibile dalla tabella che segue che, partendo dalle voci di bilancio "Patrimonio netto" e "Fondo rischi IRS", tenendo conto del valore mark to market dei derivati in portafoglio alla data di chiusura del bilancio, mostra gli effetti che la corretta contabilizzazione dei derivati avrebbe avuto sul patrimonio netto.

La rettifica, come si può rilevare dalla tabella, è pari al minor valore del mark to market degli strumenti derivati rispetto al fondo rischi contabilizzato.

Bilancio al	Pn (1)	F.do rischi IRS (2)	Valore MTM IRS (3)	Patrimonio rettificato
31/08/n	1.492.549	440.000	-2.970.000	-1.037.451

31/12/n	1.155.622	586.666	-3.216.005	-1.473.717
31/12/n+1	3.240.078	1.026.666	-3.380.535	886.208
31/12/n+2	994.033	3.884.669	-3.884.669	994.033

Dove: Patrimonio rettificato (4)= Patrimonio netto (1)+ [Fondo rischi IRS (2) – valore MTM IRS (3)]

4.3.8.2. Confronto tra principi contabili nazionali e principi contabili internazionali

Riagganciandoci infine alla disciplina internazionale, possiamo affermare che risulta evidente la significativa differenza tra le modalità di contabilizzazione delle operazioni in derivati previste dagli IAS/IFRS e quelle costituenti la prassi nazionale.

Alla luce di quanto spiegato nei capitoli precedenti, tuttavia, non c'è dubbio sul fatto che i derivati sottoscritti dalla società Alfa non potrebbero essere considerati derivati di copertura nemmeno sulla base dei principi contabili internazionali. Dunque, se la società avesse adottato i principi emanati dallo IASB nella redazione del bilancio, avrebbe dovuto applicare le regole previste per la contabilizzazione dei derivati di negoziazione.

Fatta eccezione per i derivati dal valore iniziale diverso da zero, al momento della sottoscrizione dello strumento finanziario non si sarebbe assistito ad alcuna rilevazione in stato patrimoniale, supponendo che, come accade di norma, in tal data il derivato avesse avuto un valore nullo.

Alla chiusura di ogni esercizio, anziché rilevare un accantonamento al fondo rischi, si sarebbe dovuto imputare a conto economico la variazione negativa di fair value di ogni strumento derivato andando ugualmente ad influire direttamente sul risultato economico dell'esercizio. In contropartita avremmo dovuto assistere all'aumento dei debiti di stato patrimoniale, dovuto all'iscrizione del fair value negativo tra le poste del passivo.

Dunque, fermo il presupposto della totale diversità tra le disposizioni dei principi internazionali e la prassi nazionale sul tema, potremmo comunque concludere affermando che, se la società avesse adottato i principi contabili internazionali, a livello di patrimonio netto, la situazione non sarebbe probabilmente stata molto dissimile da quanto visto nell'ultima colonna della tabella esposta al paragrafo precedente. Pertanto,

nella fattispecie dei derivati non di copertura, gli effetti prodotti sul patrimonio netto dalle diverse modalità di contabilizzazione degli strumenti in questione non dovrebbero essere molto diversi.

CONCLUSIONI

Ricapitolando, siamo partiti dalla descrizione del rischio aziendale per passare poi alla definizione di “strumento finanziario derivato” e abbiamo fornito una panoramica generale degli strumenti derivati più utilizzati, delle loro caratteristiche e delle finalità per le quali vengono sottoscritti, distinguendo in modo particolare tra derivati di negoziazione e derivati sottoscritti a scopo di copertura da eventi provocati dall’oscillazione sfavorevole di determinati parametri finanziari (tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo di commodity o di strumenti finanziari).

Ci siamo poi addentrati nella disciplina attuale sul tema in oggetto con la descrizione dello IAS 39, in merito alla contabilizzazione delle diverse tipologie di strumenti finanziari. Con particolare riferimento ai derivati, ci siamo concentrati sulle modalità di trattamento dei derivati di negoziazione e sulle particolari regole di contabilizzazione dei derivati di copertura (regole di *hedge accounting*). Queste ultime sono applicabili solo alle coperture altamente efficaci e distinguono le relazioni di copertura in relazioni di tipo *fair value hedge*, *cash flow hedge* e *hedge of a net investment in a foreign entity*. Per ognuna di esse, abbiamo visto le specifiche modalità di contabilizzazione degli strumenti derivati e il trattamento delle variazioni di *fair value* di fine esercizio.

Un ruolo rilevante all’interno della normativa attuale in tema di derivati è rivestito anche dall’IFRS 7, in merito alla *disclosure* sugli strumenti stessi da riportare nelle note al bilancio.

L’analisi della normativa internazionale si è conclusa con la descrizione del progetto di riforma in atto, volto a sostituire il complesso e articolato IAS 39 con l’IFRS 9, per quanto riguarda la classificazione degli strumenti finanziari e le regole di *hedge accounting*.

Nel terzo capitolo, fulcro del presente elaborato, abbiamo analizzato le relazioni finanziarie annuali al 31/12/2012 di un campione di società facenti parte dell’indice di Borsa FTSE MIB al fine di verificare il rispetto dei principi contabili internazionali sul tema in oggetto e il livello di trasparenza informativa.

Innanzitutto abbiamo verificato l'immediatezza della rintracciabilità della presenza di strumenti finanziari derivati all'interno delle relazioni analizzate e ci siamo resi conto di come l'esistenza degli strumenti in questione all'interno del bilancio sia sempre facilmente rinvenibile dalle note al bilancio e, spesso, anche dagli schemi di conto economico e di stato patrimoniale. Come previsto dallo IAS 39, specifiche voci in merito alle relazioni di tipo cash flow hedge sono sempre presenti nello schema di conto economico complessivo. All'interno di stato patrimoniale e conto economico separato, invece, abbiamo rinvenuto delle poste distinte relative agli strumenti considerati da parte rispettivamente del 27% e del 23% del campione, seppur ciò non sia previsto obbligatoriamente dalle disposizioni degli IAS/IFRS.

Abbiamo riscontrato poi che solo una tra le aziende considerate sottoscrive strumenti finanziari derivati a scopo propriamente speculativo, ma più del 70% del campione possiede derivati di copertura contabilizzati come derivati di trading in quanto non rientranti nell'ambito di applicazione delle regole di hedge accounting.

Abbiamo constatato che le disposizioni previste dallo IAS 39 per la contabilizzazione degli strumenti derivati risultano in linea di massima rispettate, sia per quanto riguarda i derivati riconosciuti come derivati di copertura, sia per i derivati di *non-hedge accounting*.

Passando poi alla valutazione delle informazioni integrative da riportare nelle note al bilancio sulla base dell'IFRS 7, abbiamo visto come il comportamento delle società considerate sia in generale conforme anche alle disposizioni dello standard in oggetto, per lo meno in merito a informazioni la cui mancata presenza comprometterebbe fortemente il livello di *compliance* al principio stesso. Qualche perplessità desta solo la scarsa informativa fornita in merito ai risultati economici relativi a strumenti di copertura ed elementi coperti dalle società che hanno posto in essere relazioni di tipo fair value hedge.

Abbiamo poi rilevato l'affidabilità dei valori iscritti in bilancio essendo il fair value degli strumenti finanziari analizzati determinato, per la maggior parte dei casi, sulla base di input desunti dal mercato.

Relativamente al grado di efficacia della copertura, pur riconoscendo che non esistono obblighi di informativa in merito, sono state rinvenute ben poche informazioni, lasciando dedurre la sussistenza della stessa sulla base dell'applicazione o meno delle

regole di hedge accounting, che, come ampiamente spiegato, risultano applicabili solo nel caso di copertura altamente efficace. Abbiamo visto che circa un quarto delle società del campione detiene solo strumenti derivati contabilizzati secondo le regole dell'hedge accounting. Per tali società, dunque, possiamo sicuramente dare per scontata l'efficacia della copertura. Per la restante parte del campione analizzato, invece, abbiamo potuto rilevare, tra le altre, anche l'esistenza di relazioni di copertura che non rientrano nell'ambito di applicazione delle regole in questione, lasciando presumere l'inefficacia di tali coperture.

Dall'analisi del livello di compliance alle disposizioni dei principi internazionali, siamo poi passati alla valutazione della chiarezza informativa al fine di verificare se le informazioni riscontrate nelle relazioni delle società del campione permettono di ricostruire le modalità di utilizzo degli strumenti in oggetto da parte delle società stesse. Nonostante sia stato abbastanza arduo ricostruire il valore dei derivati classificandolo tra derivati di hedge accounting (ed eventualmente poi in base alla tipologia di relazione di copertura) e di non-hedge accounting e successivamente sulla base dell'elemento sottostante, siamo riusciti a ricomporre dettagliatamente, e, alla fine, senza alcuna perplessità, tutti i valori delle relative suddivisioni per meno della metà del nostro campione. Per la restante parte ci siamo imbattuti nelle situazioni più diverse: incapacità di capire il valore delle diverse relazioni di copertura, difficoltà nella ricostruzione del fair value netto di ogni copertura dovuta all'assenza di informazioni sui derivati attivi e/o passivi, mancanza di informazioni in merito all'elemento sottostante, scarsità di notizie sui derivati di trading, incongruenze tra dati esposti nelle note al bilancio relativamente ai rischi ai quali l'azienda risulta esposta e i dettagli sugli strumenti finanziari derivati sottoscritti, ecc.

Dai dati raccolti abbiamo riscontrato che per il 60% del campione il fair value netto delle posizioni in derivati risulta positivo, al contrario di quanto ci saremmo aspettati.

Vediamo poi che tra le tipologie di copertura iscritte in bilancio sulla base delle regole di hedge accounting, la più diffusa è la relazione di tipo cash flow hedge, mentre la meno frequente è la relazione di tipo hedge of a net investment in a foreign entity. Per quanto riguarda l'elemento sottostante, possiamo dire che il più diffuso è il tasso di cambio, seguito dal tasso di interesse e dal prezzo di commodity. Quest'ultimo risulta oggetto di copertura, per lo più, da parte delle società che operano nel settore

energetico, società che, tra l'altro, a livello generale, presentano anche la maggior incidenza di strumenti derivati rispetto al totale di stato patrimoniale.

Le maggiori difficoltà sono state riscontrate nella ricostruzione del valore di ogni tipologia di derivato sottoscritto. Meno del 40% del campione infatti ci permette di ricostruire dettagliatamente il valore di ogni tipologia di strumento posseduto, mentre dalla maggior parte delle relazioni analizzate riusciamo a pervenire alla tipologia di strumenti sottoscritti senza poter comprendere il valore di ognuna. Tuttavia abbiamo riscontrato che gli strumenti più diffusi sono gli swaps, ed in particolare gli swaps su tassi di interesse, seguiti dagli swaps su valute; molto frequenti sono anche i forwards su tassi di cambio.

Relativamente al punto in questione, comunque, siamo giunti a capire che le società per le quali abbiamo riscontrato le maggiori difficoltà nella ricostruzione del valore di ogni tipologia di strumento sottoscritto sono quelle che utilizzano svariate tipologie di derivati per la soddisfazione delle proprie esigenze, il cui portafoglio derivati risulta quindi più articolato.

A conclusione del terzo capitolo abbiamo cercato di conteggiare le informazioni fornite nelle relazioni analizzate, sia per quanto concerne l'informativa obbligatoria sulla base degli IAS/IFRS, sia per quanto riguarda la *voluntary disclosure*, con la costruzione di un indice quantitativo volto a misurare il livello di trasparenza informativa. Abbiamo poi messo in relazione questo indice con le informazioni relative all'incidenza degli strumenti derivati all'interno del bilancio. In tal modo abbiamo potuto notare come, nonostante, in linea di massima, le società dalla maggior incidenza dei derivati sul totale di stato patrimoniale forniscano una quantità di informazioni al di sopra della media del campione, non esista una relazione diretta tra il peso dei derivati all'interno del bilancio e il livello di disclosure. Entrando nel dettaglio e considerando i quartili della distribuzione, infatti, abbiamo notato come siano presenti alcune società la cui incidenza dei derivati in bilancio risulta tra le più elevate all'interno del campione che presentano uno scarso livello di trasparenza informativa e, al contrario, società il cui peso degli strumenti in oggetto appare poco significativo ma che forniscono una dettagliata informativa in merito agli strumenti sottoscritti.

In conclusione abbiamo osservato come, nonostante le disposizioni previste dai principi contabili internazionali risultino in generale rispettate, l'informativa fornita risulta, spesso, poco chiara e difficilmente comprensibile.

Nel quarto capitolo, infine, è stato affrontato il tema della contabilizzazione degli strumenti derivati alla luce dei principi contabili nazionali ed è stata immediata la percezione della diversità della prassi nazionale rispetto a quanto previsto dagli IAS/IFRS sul tema. È stato descritto anche il caso di una società le cui modalità di trattamento degli strumenti derivati sottoscritti all'interno del bilancio non risultavano conformi alle norme in materia, caso che ci ha permesso di vedere gli effetti di tale errata contabilizzazione sul patrimonio netto.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, *Hedge Accounting: il trattamento delle operazioni di copertura secondo gli IAS/IFRS*, 2004.
- Adhikari A., Tondkar R., *Environmental factors influencing accounting disclosure requirements of global stock exchanges*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, n° 2, 1992, 75-105.
- Adler M., Dumas B., *Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement*, *Financial Management* 13, 1984, pp. 41-50.
- Agostino M., Drago D., Silipo D.B. (2008), *International Accounting Standards and Information Efficiency in the European Stock Market*, http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1093278 (ultima consultazione 07/08/2014).
- Ahmed K., Courtis J., *Association between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis*, *British Accounting Review*, Vol. 31, n° 1, 1999, pp. 35-61.
- Ali M.J., Ahmed K., Henry D., *Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia*, *Accounting and Business Research*, Vol. 34, n° 3, 2004, pp.188-199.
- Allaynnis G., Ihrig J., Weston J.P., *Exchange-rate Hedging: Financial vs Operational Strategies*, *American Economic Review Papers & Proceedings*, Vol. 91, 2001, pp. 391-395.
- Allaynnis G., Ofek E., *Exchange-rate Exposure, Hedging and the Use of Foreign Currency Derivatives*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, 2001, pp.273-296.
- Allaynnis G., Weston J., *The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, n°1, 2001, pp.243-276.
- Al-Shboul M., Alison S., *The effects of the use of corporate derivatives on the foreign exchange rate exposure*, *Journal of Accounting, Business and Management*, Vol. 16, n°1, 2009, pp. 72-92.
- Andrei P., Azzali S.,Gavana G., Lai A., Rinaldi L., Saccon C., Viganò R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali. Procedure operative esempi e casi*, Il Sole 24 Ore, 2011.
- Archambault J., Archambault M., *A multinational test of determinants of corporate disclosure*, *International Journal of Accounting*, Vol. 38, n° 2, 2003, pp. 173-194.

- Armstrong C.S., Barth M.E., Jagolinzer A.D., Riedl E.J. (2008), *Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe*, <http://ssrn.com/abstract=903429> (ultima consultazione 11/08/2014).
- Barnes R., *Accounting for Derivatives and Corporate Risk Management Policies*, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=298021 (ultima consultazione 11/08/2014).
- Barone L., *Derivati: Futures, opzioni e strategie dinamiche*, Il Sole 24 Ore, 2005.
- Bateson R.D., *Financial derivative investments: an introduction to structured products*, Imperial College Press, 2011.
- Bauer R., *Gli strumenti finanziari nel nuovo principio IFRS 7*, Amministrazione e Finanza, n° 8, 2006.
- Bauer R., *IAS 32: gli strumenti finanziari derivati in bilancio e in nota integrativa*, Amministrazione e Finanza, n° 5, 2005.
- Benson K., Oliver B., *Management motivation for using financial derivatives in Australia*, Australian Journal of Management, Vol. 29, n° 2, 2004, pp. 225-243.
- Bentley P.A., Franklin M.A., *Which international cultures favor disclosure of risk*, International Journal of Business, Accounting, and Finance, Vol. 7, n°2, 2013.
- Berkman H., Bradbury M., *Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives*, Financial Management, Vol. 25, n°2, 1996, pp.5-13.
- Berkman H., Bradbury M.E., Hancock P., Innes C., *An analysis of disclosures of derivative financial instruments in Australia and New Zeland*, Accounting Forum, Vol. 21, n° 2, 1997, pp.207-228.
- Berkman H., Bradbury M.E., Hancock P., Innes C., *Derivative financial instrument use in Australia*, Accounting and Finance, Vol. 42, n° 2, 2002, pp. 97-109.
- Beyer A., Guttman I., *Voluntary Disclosure, Manipulation, and Real Effects*, Journal of Accounting Research, Vol. 50, n° 5, 2012, pp. 1141-1177.
- Birt J., Rankin M., Song C.L., *Derivatives use and financial instrument disclosure in the extractives industry*, Accounting and Finance, Vol. 53, n°1, March 2013, pp. 55-83.
- Blankley A., Lamb R., Schroeder R., *Compliance with SEC Disclosure Requirements about Market Risk*, Journal of Derivatives, Vol. 7, n.3, 2000, pp. 39-51.
- Bodnar G., Hayt G., Marston R., Smithson C., *Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms*, Financial Management, Vol. 24, n° 2, 1995, 104-114.
- Bodnar G.M., Marston R., *1995 Survey of Derivatives Usage by U.S. Non Financial Firms*, University of Pennsylvania and CIBC Wood Grundy, 1996.

- Borsari R., *Gli strumenti finanziari derivati. Profili generali, rischi e tutele*, Contabilità finanza e controllo, giugno 2008.
- Bushman R., Chen Q., Engel E., Smith A., *Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance system*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 37, n°1, 2004, pp. 167-201.
- Calandro E., *Quando i principi contabili modificano le strategie aziendali: i benefici generati dallo IAS 39 sulle operazioni in strumenti derivati*, Rivista dei Dottori Commercialisti, febbraio 2009, pp. 195-222.
- Carosio G., *La crisi finanziaria e il principio del fair value*, Camera dei Deputati, atti del convegno di studi, 3 dicembre 2008.
- CESR (2009), *Application of Disclosure Requirements Related to Financial Instruments in the 2008 Financial Statements*, <http://www.iasplus.com/europe/0910cesrifrscompliance.pdf> (ultima consultazione 11/08/2014).
- CFA Institute (2009), *International Financial Reporting Standards (IFRS), Financial Instrument Accounting Survey*, http://www.cfainstitute.org/centre/news/surveys/pdf/financial_instrument_accounting_report.pdf (ultima consultazione 11/08/2014).
- Chalmers K., Godfrey J.M., *Practice versus prescription in the disclosure and recognition of derivatives*, Australian Accounting Review, Vol. 11, n° 2, 2000, pp. 40-50.
- Chalmers K., *The progression from voluntary to mandatory derivative instrument disclosures – look who’s talking*, Australian Accounting Review, Vol. 11, n° 1, 2001, pp. 34-45.
- Chalmers K., Godfrey J., *Reputation costs: The impetus for voluntary derivative financial instrument reporting*, Accounting, Organizations and Society, Vol. 29, n° 2, 2004, pp. 95-125.
- Chirico A., *Le coperture contabili. Approcci teorici, regolamentazione e prassi operative nei bilanci IAS/IFRS*, G. Giappichelli Editore, Torino 2010.
- Choi J.J., Mao C.X., Upadhyay A.D., *Corporate Risk Management under Information Asymmetry*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 40, n°1-2, January/February 2013, pp. 239-271.
- Chung J., Kim H., Kim W., Yoo Y., *Effect of disclosure quality on market mispricing: evidence from derivative – related loss announcements*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 39, n° 7-8, September/October 2012, pp. 936-959.

- Cunico S., Housa F., *IFRS 9 Hedge Accounting – the proposals, opportunities and implementation*, Reporting, November 2013, www.charteredaccountants.com.au, 20/07/2014.
- Cuzman I., Dima B., Dima S., *IFRSs for financial instruments, quality of information and capital market's volatility: an empirical assessment for Eurozone*, Accounting and Management Information Systems, Vol. 9, n° 2, 2010, pp.284-304.
- DeMarzo P.M., Duffie D., *Corporate Financial Hedging with Proprietary Information*, Journal of Economic Theory, Vol. 53, n°2, 1991, pp. 261-286.
- DeMarzo P.M., Duffie D., *Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, n°3, 1995, pp.743-771.
- Dezzani F., Biancone P.P., Busso D., *IAS/IFRS*, Ipsoa, 2014.
- Dontoh A., Radhakrishnan S., Ronen J. (2000), *The Declining Value Relevance of Accounting Information and Non-Information-Based Trading: An Empirical Analysis*, New York University Accounting Working Papers, August, <http://hdl.handle.net/2451/27581> (ultima consultazione 11/08/2014).
- Dunne T., Helliar C., Mallin C., Moir L., Ow-Yong K., Power D., *The financial reporting of derivatives and other financial instruments: a study of the implementation and disclosures of FRS 13*, ICAEW, 2003.
- Dunne T., Helliar C., Mallin C., Moir L., Ow-Yong K., Power D., *The introduction of derivatives reporting in the UK: A content analysis of FRS 13 disclosure*, Journal of Derivatives Accounting, Vol. 1, n° 2, 2004, pp. 205-219.
- Elliott R., Jacobsen P., *U.S. accounting: A national emergency*, Journal of Accountancy, November 1991, pp. 54-58.
- EY, *Hedge accounting under IFRS 9*, Applying IFRS, February 2014.
- Favino C., *La classificazione e la valutazione degli strumenti finanziari secondo IFRS 9 (revised 2010): osservazioni critiche alla luce dell'attuale crisi finanziaria internazionale*, Rirea Editrice, 2011, pp. 1-64.
- Fenn G., Post M., Sharpe S., *Debt Maturity and the Use of Interest Rate Derivatives by Nonfinancial Firms*, Working Paper, Capital Markets Section, Board of Governors of the Federal Reserve, 2005.
- Ferreira Carneiro L.A., Sherris M., *Corporate Interest Rate Risk Management with Derivatives in Australia: Empirical Results*, Revista Contabilidade & Finanças, Vol.19, n° 46, 2008, pp.86-107.
- Fondazione Aristeia, *Aspetti contabili dei derivati di copertura*, documento n° 58, 2006.
- Fondazione Aristeia, *Gli swap nella gestione dei rischi*, documento n° 13, 2003.

- Fornaroli P., Gueorguiev M., *Strumenti finanziari e derivati: dallo IAS 39 definizione e regole contabili*, Amministrazione e Finanza, vol. 16, n°18, 2001, pp. 8-11.
- Gardenal G., Slide corso “Politiche finanziarie e strategie di investimento”, tema 5, A.A. 2013/2014. (*Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, Custom Publishing, Mc Graw-Hill ed, 2013).
- Géczy C., Minton B.A., Schrand C., *Why Firms Use Currency Derivatives*, Journal of Finance, Vol. 52, Settembre 1997, pp.1323-1354.
- Grant K., Marshall A., *Large UK Companies and Derivatives*, European Financial Management, Vol. 3, n°2, 1997, pp. 191-208.
- Guay W., Kothari S., *How much do Firms Hedge with Derivatives*, Journal of Financial Economics, Vol. 70, 2003, pp.423-461.
- Hamlen S., Largay J., *Has SFAS 133 made derivatives reporting more transparent? A look at the Dow-Jones 30*, Journal of Derivatives Accounting, Vol. 2, n° 2, 2005, pp. 215-230.
- Hassan M.S., Percy M., Stewart J.D., *The Transparency of Derivative Disclosures by Australian Firms in the Extractive Industries*, Corporate Ownership and Control, Vol. 4, n° 2, 2006, pp.257-270.
- He J., Ng L., *The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations*, Journal of Finance, Vol. 53, n°2, 1998, pp. 733-753.
- Hentschel L., Kothari S.P., *Life Insurance or Lottery: Are Corporations Managing or Taking Risks With Derivatives?*, Working paper, University of Rochester, 1995.
- Hossain M., Adams M., *Voluntary financial disclosure by Australian listed companies*, Australian Accounting Review, Vol. 5, n° 2, 1995, pp. 45-55.
- Howton S., Perfect S., *Currency and Interest-rate Derivatives Use in US Firms*, Financial Management, Vol. 27, 1998, pp.111-121.
- Hull J. C., *Fondamenti dei mercati di Futures e Opzioni*, Pearson, Piacenza, VI^a Ed, 2008.
- Hull J. C., *Opzioni, Futures e altri derivati*, Pearson, ed. 2012.
- Iannucci A., *IAS 39: Strumenti finanziari derivati*, Guida alla contabilità e bilancio, Il Sole 24 ore, n°11, giugno 2007.
- IASB, *Application Guidance of IAS 39, Financial Instruments: recognition and measurement*.
- IASB, *Basis for Conclusions of IAS 39, Financial Instruments: recognition and measurement*.
- IASB, *IAS 21, The effects of changes in foreign exchange rates*.
- IASB, *IAS 32, Financial Instruments: presentation*.

- IASB, IAS 39, Application Guidance, par. AG71.
- IASB, IAS 39, Financial Instruments: recognition and measurement.
- IASB, IFRS 7, Financial Instruments: disclosures.
- IASB, IFRS 9, Financial Instruments, par.4.
- IASB, IFRS 9, Financial Instruments: classification and measurement.
- Jenkins E., *An information highway in need of capital improvements*, Journal of Accountancy, 177, May 1994, pp. 77-82.
- Lopes P.T., Rodrigues L.L., *Accounting for financial instruments: a comparison of European companies' practices with IAS 32 and IAS 39*, The International Journal of Accounting, marzo 2007.
- Lopes P.T., Rodrigues L.L., *Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange*, The International Journal of Accounting, Vol. 42, 2007, pp. 25-56.
- Mahoney J., Kawamura Y., *Review of 1994 Disclosures about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*, Financial Accounting Series, 156-A, F.A.S. Board. Norwalk, 1995.
- Marcon C., *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuale e tendenze evolutive*, Cedam, 2013.
- Marcon C., *Le operazioni di copertura mediante strumenti finanziari derivati*, Guida ai principi contabili internazionali, Vol. 15, 2006, pp. 63-72.
- Marsden A., Prevost A.K., *Derivatives Use, Corporate Governance, and Legislative Change: An Empirical Analysis of New Zealand Listed Companies*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 32, n° 1-2, gennaio/marzo 2005, pp.255-295.
- Marshall A., Weetman P., *Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange Risk Management*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 34, 2007, pp. 705-739.
- Mattiello C., Rebecca G., Spiller R., Triban L., *Derivati in bilancio*, Il Sole 24 Ore, 2006.
- Mc Carrol J., Khatri G.R., *Aligning hedge accounting with risk management*, Financial Reporting, Accountancy Ireland, Vol. 46, n°2, April 2014, pp. 36-38.
- Nance D.R., Smith C.W.Jr., Smithson C.W., *On the determinants of corporate hedging*, The Journal of Finance, Vol. 48, n°1, 1993, pp. 267-284.
- Nguyen H., Faff R., *Further Evidence on the Corporate Use of Derivatives in Australia: The Case of Foreign Currency and Interest Rate Instruments*, Australian Journal of Management, Vol. 28, n°3, 2003, pp.307-317.

- Nguyen H., Faff R., *On the determinants of derivatives usage by Australian companies*, Australian Journal of Management, Vol. 20, n°1, 2002, pp.1-24.
- Onesti T., Romano M., Taliento M., *L'informativa societaria sul fair value degli strumenti finanziari*, Contabilità Finanza e Controllo, n°3, 2010.
- Pisoni P., Bava F., Busso D., Devalle A., *Derivati di copertura e derivati di negoziazione. Iscrizione in bilancio e valutazione*, Contabilità finanza e controllo, giugno 2009.
- Provaroni L., *Il trattamento contabile degli strumenti finanziari derivati secondo le indicazioni della prassi contabile nazionale e internazionale*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale (RIREA), n° 3-4, 2008.
- Ramesh K., Thiagarajan R., *Inter-temporal decline in earnings response coefficients*, Working paper of Northwestern University, Evanston, n° 49, 1995.
- Rheinländer T., Sexton J., *Hedging derivatives*, World scientific, 2011.
- Roscini Vitali F., *Crisi finanziaria e fair value. Le modifiche allo IAS 39*, Contabilità Finanza e Controllo, n° 1, 2009.
- Roulstone D., *Effect of SEC Financial Reporting Release n° 48 on Derivative and Market Risk Disclosures*, Accounting Horizons, Vol. 13, n° 4, 1999, pp. 343-363.
- Rubini M., *Strumenti finanziari derivati: la contabilizzazione delle operazioni di copertura e di speculazione*, Bilancio, Vigilanza e Controlli, n° 10, 2005.
- Rubistein M., *Derivati*, Il Sole 24 Ore, 2005.
- Sahlian D., Botea M., Trașcă D.L., *Fair value hedging, between opportunity and necessity*, Theoretical and Applied Economics, Vol. 20, 2013, n° 12, 2013, pp. 97-104.
- Sartore D., *Gli strumenti derivati: analizzare, prevedere e coprire i rischi finanziari nelle imprese*, IPSOA, 1999.
- Sartore D., Pellizzon L., *La copertura dei rischi finanziari nelle imprese non finanziarie italiane attraverso gli strumenti derivati*, Moneta E Credito, Vol. 56, n° 217, 2002, pp.55-75.
- Schrand C.M., *The Association between Stock-Price Interest Rate Sensitivity and Disclosure about Derivative Instruments*, The Accounting Review, Vol. 72, n° 1, 1997, pp.87-109.
- Segatto C., *La gestione dei rischi aziendali e l'Enterprise Risk Management. Il caso italiano*, Tesi di laurea magistrale in amministrazione finanza e controllo, A.A. 2012/2013.
- Sever M., Boisclair R., *Financial reporting in the 1990s*, Journal of Accountancy, Vol. 170, n° 5, 1990, pp. 36-41.
- Singhvi S.S., Desai H.B., *An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure*. The Accounting Review, Vol. 46, n°1, 1971, pp.129-138.

- Smith G.W., Stulz R.M., *The determinants of firms hedging policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, n°4, 1985, pp. 391-405.
- Sundaram R.K., Das R.K., *Derivatives: principles and practice*, McGraw-Hill Irwin, 2011.
- Taylor G., Richardson G., Tower G., Hancock P., *The determinants of reserves disclosure in the extractive industries: evidence from Australian firms*, *Accounting and Finance*, Vol. 52, 2012, pp. 373-402.
- Triban L., Mattiello C., *L'interest rate swap*, Summa, 2006.
- Vasapolli G., Vasapolli A., *Le nuove informazioni della nota integrativa sugli strumenti finanziari derivati*, *Corriere Tributario*, n° 29, 2006.
- Wong M.H.F., *The Association between SFAS n° 119 Derivatives Disclosures and the Foreign Exchange Risk Exposure of Manufacturing Firms*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, n° 2, 2000, pp. 387-417.
- Zanon G., *La contabilizzazione dei derivati dallo IAS 39 all'IFRS 9*. Tesi di laurea magistrale in amministrazione finanza e controllo, A.A. 2012/2013.