Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di laurea magistrale in

Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

I contratti *swap* nelle imprese

Relatore

Ch. Prof. ssa Antonella Basso

Laureanda

Anjeza Mucaj

Matricola 831710

Anno Accademico

2014 / 2015

Sommario

Introduzione 6

Capitolo 1 8

Gli *swaps*- aspetti tecnici 8

1.1 Le origini e l'evoluzione del mercato degli *swaps* 8

1.1.1 Il primo *currency swap* 12

1.1.2 Il primo interest rate swap 13

1.1.3 Gli attori 15

1.1.4 Il mercato over the counter 17

1.1.5 Il mercato degli *swaps* in Italia 18

1.2 Definizione e tipologie di *swaps* 21

1.2.1 Interest rate swaps 22

1.2.2 Currency swaps 26

1.2.3 Credit default swaps 31

1.2.4 Total return swaps 35

1.2.5 Equity swaps 37

1.2.6 Altre tipologie di *swaps* 39

1.3 Impieghi operativi 41

1.3.1 Strumento di arbitraggio 42

1.3.2 Strumento di asset liability management 45

1.3.3 Strumento speculativo 50

1.4 I rischi dell'operazione di *swap* 50

1.4.1 Il rischio di mercato 50

1.4.2 Il rischio di credito 51

1.4.3 Altri rischi 52

1.4.4 Il nuovo regolamento per i derivati OTC – Regolamento EU 648/2012 54

1.5 La valutazione degli *swaps* 56

1.5.1 *Interest rate swap* come portafoglio di obbligazioni 57

1.5.2 Interest Rate Swap come portafoglio di Forward Rate Agreements 61

1.6 Uscita dall'operazione 66

Appendice 68

Capitolo 2 73
Rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari secondo lo IAS 39 73
2.1 Applicazione dello IAS 39 agli strumenti finanziari derivati 73
2.2 Classificazione e valutazione degli strumenti finanziari secondo lo IAS 39 76
2.3 Criteri di valutazione degli strumenti finanziari 79
2.4 Criterio del Fair Value 81
2.5 Trattamento contabile degli strumenti finanziari derivati 84
2.5.1 Rilevazione iniziale 84
2.5.2 Rilevazione successiva 85
2.5.3 Riclassificazione 85
2.5.4 Eliminazione contabile 86
2.6 Gli *swaps* come strumenti di copertura nelle imprese 86
2.6.1 La contabilizzazione delle coperture secondo lo IAS 39 88
2.6.2 Requisiti per l'applicazione delle regole di *hedge accounting* 90
2.6.2.1 Gli strumenti di copertura 91
2.6.2.2 Gli elementi coperti 93
2.6.2.3 Documentazione ed efficacia delle relazioni di copertura 96
2.7 Le tipologie di copertura 106
2.7.1 Fair value hedge 106
2.7.2 Cash flow hedge 112
2.8 *Fair value option*, alternativa al hedge accounting 122
2.9 Esposizione in bilancio degli strumenti derivati ed informazioni integrative 123
Capitolo 3 127
Il nuovo principio contabile internazionale: L'IFRS 9 127
3.1 Differenze tra lo IAS 39 e il FAS 133 127
3.2 Il principio contabile internazionale IFRS 9 131
3.2.1 IFRS 9 – Project background 131
3.2.2 Novità in tema di classificazione e valutazione 133
3.2.3 Novità in tema di *hedge accounting* 136
3.2.4 Novità nella designazione degli strumenti di copertura e degli elementi coperti ... 138
3.2.5 Novità in tema di verifica dell'efficacia della copertura 139
3.2.6 Modalità di contabilizzazione delle operazioni di copertura 141
Capitolo 4 143

Utilizzo degli strumenti derivati swap in Albania 143
4.1 Il mercato finanziario in Albania 143
4.2 L'utilizzo dei derivati swap in Albania 145
4.3 Norme contabili per la contabilizzazione degli strumenti finanziari 146
Conclusioni 150
Bibliografia 153

Introduzione

Gli strumenti derivati *swap* nascono negli anni Ottanta. Già dalla loro comparsa nel mercato hanno subito avuto successo e ai giorni nostri occupano un ruolo centrale nel mercato dei derivati *over the counter*.

Essi sono degli strumenti utilizzati da diversi operatori del mercato, cosi come diversi sono i suoi impieghi all'interno di una determinata struttura. Tuttavia in questo elaborato si pone l'attenzione all'utilizzo delle operazioni *swap* da parte delle imprese.

La tesi è strutturata in quattro capitoli.

Nel primo capitolo vengono inizialmente descritte le origini e l'evoluzione del mercato degli swap presentando il predecessori di tale strumento (*il parallel loan e il back to back loan*), il primo *interest rate swap* e il *primo currency swap*. Vengono in seguito individuati gli attori coinvolti in una tale operazione e il funzionamento del mercato *Over The Counter*.

Successivamente l'attenzione si pone alla presentazione delle principali tipologie di *swap* e alla descrizione degli impieghi operativi di questo strumento all'interno delle imprese analizzando quindi il loro utilizzo per finalità di arbitraggio, speculative e di copertura.

L'assunzione di una posizione in *swap* non è priva di rischi per le parti contraenti. Vengono a tal fine presentate le principali tipologie di rischio alle quale un operatore in *swap* si può trovare esposto.

Nell'ultima parte del capitolo l'attenzione è rivolta alla presentazione delle modalità di valutazione e di uscita dall'operazione.

Nel secondo capitolo vengono presentate le regole contabili di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari previsti dal principio contabile internazionale IAS 39. Dopo aver presentato le finalità e l'ambito di applicazione di tale principio, e dopo aver inquadrato gli strumenti derivati all'interno di una determinata classe di attività o passività finanziaria previste dallo IAS 39, si analizzano le regole per la loro contabilizzazione.

Il lavoro a questo procede in due direzioni. Da una parte si analizzano le modalità di contabilizzazione in bilancio dei derivati di negoziazione, mentre dall'altra, si presentano le regole dell'*hedge accounting* ponendo l'attenzione alla descrizione delle tre tipologie di copertura, ovvero, il *fair value hedge*, il *cash flow hedge* e il *net investment in a foreign entity hedge*.

Nell'ultima parte del capitolo vengono individuati gli obblighi di informativa integrativa da presentare in nota al bilancio previste dal principio contabile internazionale IFRS 7.

Nel terzo capitolo il lavoro si concentra inizialmente nell'individuazione delle principali differenze nelle regole di contabilizzazione degli strumenti derivati previste dallo IAS 39 e l'omonimo principio contabile statunitense FAS 133. Dopo aver individuato tali differenze si presentano le novità introdotte dal nuovo principio contabile internazionale IFRS 9 in tema di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari, e le nuove regole di *hedge accounting* previste dallo stesso.

Nel quarto capitolo il lavoro si concentra nell'individuazione del grado di utilizzo degli strumenti derivati *swap* in Albania. Vengono inizialmente presentate brevemente le caratteristiche del sistema finanziario di tale paese per poi individuare i principali utilizzatori di tali strumenti sofisticati in questo paese. Il capitolo si conclude presentando le regole di contabilizzazione degli strumenti finanziari previste dallo principio contabile di riferimento SNC 3.

Capitolo 1

Gli *swaps*- aspetti tecnici

1.1 Le origini e l'evoluzione del mercato degli *swaps*[1]

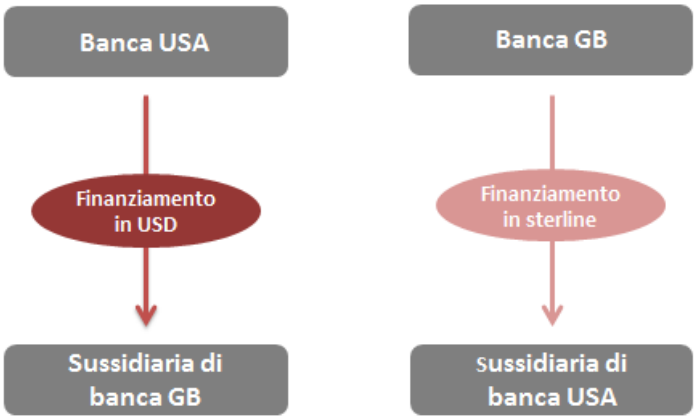
I primi contratti di *swap* comparvero agli inizi degli anni Ottanta. Prima del loro esordio, erano stati utilizzati altri strumenti riconosciuti come predecessori degli *swaps*. Si tratta del *parallel loan* e del *back to back loan*. Questi nascono nel Regno Unito alla fine degli anni settanta. Erano frutto dell'ingegneria anglosassone, la quale cercava una soluzione per ovviare alle restrizioni valutarie imposte dal governo del Regno Unito, che per limitare l'uscita dei capitali imponeva il pagamento di un premio sull'acquisto di valuta estera finalizzata ad operazioni di investimento in paesi esteri. Per evitare il pagamento di tale premio è stato prima utilizzato il *parallel loan* e successivamente il *back to back loan*.

La situazione tipo era quella in cui due banche, una inglese e l'altra statunitense necessitavano di prestare fondi alle proprie sussidiarie rispettivamente negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. A tal fine, la banca inglese avrebbe dovuto acquistare dollari in cambio di sterline e quindi pagare il premio previsto. Tramite il *parallel loan* essa poteva evitare il pagamento di tale premio. Come rappresentato in figura 1.1 la banca inglese invece di acquisire dollari e prestarli alla propria sussidiaria, prestava fondi in sterline alla sussidiaria della banca statunitense in Gran Bretagna. Parallelamente la banca statunitense prestava fondi in dollari alla sussidiaria inglese negli Stati Uniti.

[1] Quanto riportato in questo paragrafo è ricavato da F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 23-41.

Figura 1.1 *Il parallel loan*

Fonte: F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, p.37.



Ad esempio, la banca statunitense prestava 100 milioni di dollari per sette anni alla sussidiaria della banca inglese mentre la banca inglese erogava un prestito pari al controvalore in sterline di 100 milioni di dollari (supponiamo 50 milioni di sterline) alla sussidiaria della banca statunitense. Gli importi dei finanziamenti venivano quindi determinati in base al tasso di cambio a pronti (*spot*), mentre i tassi di interesse da applicare ai prestiti venivano determinati in base ai tassi dei *Treasuries* (titoli di Stato americani) e dei *Gilts* (titoli di Stati inglesi). Se, ad esempio, il tasso dei *Treasuries* a sette anni era il 9% allora la sussidiaria della banca inglese doveva pagare il 9% più un margine. Supponendo che il margine fosse uguale ad 1%, il tasso di interesse da pagare risultava quindi pari al 10%. Dall'altra parte, se il tasso sui *Gilts* era del 7,25%, aggiungendo un margine, ad esempio del 0,75%, il tasso di interesse da pagare da parte della sussidiaria della banca statunitense risultava pari all'8%.

Anche se il *parallel loan* consentiva di ovviare alle restrizioni in ambito valutario, tale strumento aveva qualche punto debole. Prima di tutto il suo utilizzo presupponeva l'incontrarsi di due società madri (nel caso in esame di due banche) con le stesse esigenze. Quindi, ciascuna con una sussidiaria all'estero e quest'ultime bisognose di un finanziamento dello stesso ammontare e della stessa durata, in due divise diverse.

In aggiunta, il *parallel loan* comportava l'accensione di due prestiti giuridicamente non legati e questo era fonte di rischio per le parti. Se, ad esempio, la sussidiaria della banca americana fosse stata inadempiente, la sussidiaria della banca inglese non avrebbe avuto

il diritto di sospendere i pagamenti, ma doveva comunque continuare ad onorare il proprio debito nei confronti della banca statunitense.

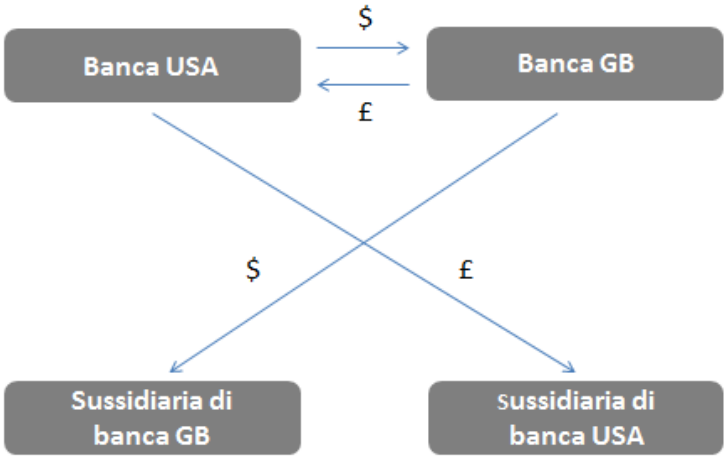
Nel 1979, dopo l'abolizione delle restrizioni valutarie, si introdusse nel mercato un nuovo strumento, il *back to back loan*. Lo schema di funzionamento di tale strumento viene riportato nella figura 1.2. Nel *back to back loan* le due banche madri si fanno un prestito a vicenda. Quindi, la banca americana concede alla banca inglese un prestito di 100 milioni di dollari e riceve da essa un prestito di 50 milioni di sterline. In seguito la banca inglese presta dollari alla propria sussidiaria negli Stati Uniti e contemporaneamente la banca americana presta sterline alla propria sussidiaria nel Regno Unito.

Il *back to back loan* ebbe più successo rispetto al *parallel loan*. Questo era dovuto non solo alla maggiore semplicità che caratterizzava il *back to back loan* ma anche al fatto che i due prestiti erano giuridicamente legati quindi l'inadempimento di una parte dava all'altra il diritto di sospendere i propri pagamenti. Di conseguenza il rischio dell'operazione era inferiore e più precisamente corrispondeva alla differenza negativa tra l'importo del prestito inadempiuto e l'importo del prestito sospeso.

Successivamente, con l'evoluzione del mercato, un'ulteriore soluzione venne proposta alle società che presentavano gli stessi bisogni delle due banche prese in esempio. Si trattava di fare una serie di operazioni in cambi. Per esempio, la banca inglese acquistava dalla banca americana 100 milioni di dollari e in cambio pagava 50 milioni di sterline. Allo tesso tempo si impegnava a rivendere tra sette anni 100 milioni di dollari in cambio di 50 milioni di sterline e a vendere ogni anno per sette anni 10 milioni di dollari contro 4 milioni di sterline.

Figura 1.2[2] *Il back to back loan.*

Fonte: F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, p.38.



In termini di risultato e di rischio a cui si esponevano le parti, nulla cambiava rispetto ai *back to back loan*. Il vantaggio consisteva nel fatto che le operazioni in cambi a termine non venivano scritte tra le attività e passività ma venivano riportate tra i conti d'ordine. La banca inglese, ad esempio, si procurava 100 milioni di dollari senza aumentare il proprio indebitamento e questo le permetteva di migliorare i propri coefficienti patrimoniali.

Detto questo, le operazioni in cambi avevano uno svantaggio. Essendo una serie di contratti giuridicamente separati, l'invalidità di uno non comportava l'invalidità degli altri.

La soluzione arrivò molto presto nei mercati. Si introdusse lo *swap*. Tale nuovo strumento, diversamente dagli strumenti che lo hanno preceduto, comportava la stipula di un unico contratto con il quale le parti si impegnavano ad effettuare una serie di pagamenti. I pagamenti erano tra loro interdipendenti, quindi in caso di mancato pagamento di una delle parti, l'altra parte poteva non effettuare il proprio pagamento. Quindi, così come nei *back to back loan* e nella serie di operazioni in cambi, anche nello *swap* il rischio si limitava alla differenza negativa tra l'importo non pagato e l'importo in sospeso. Inoltre, così come per la serie di operazioni in cambi, lo swap presentava il vantaggio di figurare tra i conti d'ordine.

[2] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit, p.38.

Nei due paragrafi che seguono si analizzano brevemente il primo contratto di *currency swap* e il primo contratto di *interest rate swap*.

1.1.1 Il primo *currency swap*

Il primo contratto di *currency swap* venne stipulato nel 1981 tra la Banca Mondiale e la IBM[3], famosa società che opera nel campo informatico. Alla base dell'accordo stavano le esigenze contrapposte delle due parti in quel momento.

La Banca Mondiale seguiva una politica di raccolta di fondi a basso tasso di interesse, indebitandosi in marchi tedeschi e franchi svizzeri. Tali mercati, tuttavia, non erano abbastanza grandi per soddisfare la domanda della Banca Mondiale. Tenendo presente che "la maggioranza degli investitori svizzeri e tedeschi aveva nel proprio portafoglio i titoli della banca"[4], un'ulteriore raccolta di fondi in questi mercati doveva essere fatta ad un tasso di interesse superiore per attirare l'attenzione degli investitori, rendendo quindi l'indebitamento più costoso.

Dall'altra parte la IBM si trovava con un indebitamento in marchi tedeschi e franchi svizzeri (stipulato nel 1979 nell'ambito della propria strategia di finanziamento)[5] e in seguito al rafforzamento del dollaro nei confronti di queste due valute (avvenuto nel 1981) essa poteva ridurre il costo dell'indebitamento convertendolo immediatamente in dollari.

La Banca Mondiale emise obbligazioni in dollari a tasso fisso e l'ammontare raccolto venne poi venduto alla IBM in cambio dei marchi tedeschi e dei franchi svizzeri. Inoltre le due società si accordarono per effettuare degli scambi periodici dove la Banca Mondiale cedeva alla IBM franchi svizzeri e la IBM cedeva dollari alla Banca Mondiale. Si trattava delle somme periodiche che servivano poi ad onorare gli impegni con gli investitori in obbligazioni. Infine, alla scadenza si effettuava lo scambio dei valori nominali delle rispettive obbligazioni.

---

[3] M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1996, pp. 18-19.
[4] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 45.
[5] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, Egea, 1997, p. 77.

Le due parti sono riuscite a raggiungere i rispettivi obbiettivi tramite l'accordo di swap. La Banca Mondiale era riuscita ad avere ulteriori fondi in marchi e franchi svizzeri mentre la IBM era riuscita a convertire il proprio indebitamento in dollari riuscendo quindi a monetizzare il guadagno di cambio.

1.1.2 Il primo interest rate swap

Il primo *interest rate swap* (IRS) fu stipulato nel 1982, ovvero solo dopo un anno dalla stipula del primo *currency swap* (CS) [6]. Si sostiene che gli essi siano stati un "risultato quasi casuale … un prodotto aggiuntivo del processo evolutivo che ha portato alla creazione dei CS" ma "…ben presto … superarono, in termini di volumi [questi ultimi]"[7].

Fu la *Deutsche Bank* ad organizzare per la prima volta un *interest rate swap*[8]. La banca voleva raccogliere fondi in dollari ad un tasso variabile inferiore a quello di mercato. Dall'altra parte, alcune banche europee avevano necessità opposte. Esse volevano raccogliere fondi in dollari pagando un tasso fisso più basso rispetto a quello che il mercato proponeva. La tabella 1.1 mostra le condizioni di raccolta di fondi in dollari per la *Deutsche Bank* per le altre banche europee.

Tabella 1.1 Il primo *interest rate swap*: condizioni di mercato
Fonte: M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, p.19.

	Tasso fisso	**Tasso variabile**
Deutsche Bank	11%	Libor
Altre Banche	12 + 1/8%	Libor + 5/8%
Differenziale	1 + 1/8%	5/8%

[6] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 41. Si precisa che l'autore usa il termine IRCS (*interest rate and currency swap*) per individuare quelli che più comunemente vengono chiamati *currency swap*. In questo elaborato si utilizzerà il termine *currency swap*.
[7] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 41
[8] M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., p.19.

Si nota che la *Deutsche Bank* poteva usufruire di condizioni di raccolta migliori sia nel comparto a tasso fisso che in quello a tasso variabile, tuttavia osservando i due differenziali si nota che il vantaggio è maggiore nel comparto a tasso fisso. Si dice in questo caso che essa gode di un vantaggio comparato nell'indebitamento a tasso fisso e di conseguenza le altre banche hanno un vantaggio comparato nell'indebitamento a tasso variabile[9].

Era proprio la presenza del vantaggio comparato che avrebbe consentito alle parti di ridurre i costi di raccolta. A tal fine la *Deutsche Bank* emise un prestito obbligazionario di 300 milioni di dollari a tasso fisso che venne *swappato*. L'accordo di swap prevedeva che la *Deutsche Bank* pagasse un tasso variabile e ricevesse un tasso fisso. Dall'altra parte, le altre banche dovevano pagare un tasso fisso e ricevere un tasso variabile.

Nella tabella 1.2 vengono riportati i termini dell'accordo di swap e il costo effettivo della raccolta per la *Deutsche Bank* e per le altre banche europee.

Tabella 1.2: Il primo *interest rate swap*: costo effettivo della raccolta
Fonte: M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, p.19.

	Deutsche Bank	
Pagamenti	Tasso fisso su obbligazioni	11%
	Tasso variabile da *swap*	Libor
Incassi	Tasso fisso da *swap*	11,25%
Risultato netto		Libor – 0,25%
	Altre Banche	
Pagamenti	Tasso variabile su obb.ni	Libor + 5/8%

[9] Il tema del vantaggio comparato è oggetto di analisi più avanti nel presente capito.

	Tasso fisso da *swap*	11,25%
Incassi	Tasso variabile da *swap*	Libor
Risultato netto		12%

Si può notare come lo *swap* abbia permesso alla Deutsche Bank e alle altre banche di raggiungere i loro obbiettivi. Paragonando i tassi netti sopra calcolati con i tassi di mercato riportati nella Tabella 1.1 si evince che la Deutsche Bank pagava un tasso variabile del 0,25% inferiore rispetto al tasso variabile offerto dal mercato mentre le altre banche pagavano un tasso fisso del 1/8% inferiore rispetto al tasso fisso di mercato.

Gli *swaps* ebbero subito un enorme successo nel mercato, dovuto non solo alla semplicità della tecnica finanziaria di questi strumenti ma soprattutto alla flessibilità contrattuale che li distingueva e li rendeva adatti a soddisfare le più varie e specifiche esigenze degli operatori economici. Ad accentuare tale successo contribuirono poi fattori come la diffusione delle tecniche finanziarie e l'internazionalizzazione dei mercati[10].

1.1.3 Gli attori[11]

Tre sono gli attori coinvolti in un'operazione di *swap*: le due parti del contratto e l'intermediario. Ci si sofferma in questo paragrafo ad analizzare com'è evoluto nel tempo il ruolo dell'intermediario all'interno di tale operazione e nel mercato degli *swaps*.

Inizialmente le banche erano dei broker. Esse svolgevano quindi un'attività di pura intermediazione e il loro ruolo consisteva principalmente nel ricercare due parti con esigenze simmetriche e metterle in contatto. In seguito, spettava alle due parti concludere direttamente tra di loro l'accordo di *swap*. Durante questa fase l'unico

[10] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p. 27-29.
[11] Quanto riportato in questo paragrafo è ricavato da M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., pp. 20-23.

servizio offerto dalla banca era quello di assistere le parti negli aspetti legali del contratto.

Durante la vita del contratto, invece, l'unico ruolo del broker era quello di assistere i clienti nell'esecuzione delle transazioni e dare loro le informazioni disponibili sullo stato del mercato.

Come si può intuire, in questa tipologia di operazione il rischio di credito gravava direttamente e solamente sulle due parti dell'operazione. Erano quindi esse stesse che assumevano il rischio di insolvenza della controparte. Nessun rischio invece gravava sulla banca, la quale una volta messe in contatto le due controparti percepiva una commissione di negoziazione non soggetta ad alcuna variazione.

L'operare in questo modo, però, limitava lo sviluppo del mercato soprattutto per due motivi. In primo luogo, era difficile trovare in tempi brevi due parti con esigenze perfettamente contrapposte e in secondo luogo i costi di intermediazione erano elevati.

Di fronte a tali difficoltà , con il passare del tempo l'approccio delle banche iniziò a cambiare. Un primo passo è stato quello di offrire alle due parti del contratto delle garanzie di credito per assicurare l'esecuzione delle obbligazioni assunte dalla controparte. In seguito esse iniziarono ad assumere delle posizioni in proprio, segnando quindi il passaggio da un mercato di banche broker ad un mercato di banche dealer.

Un dealer si interpone tra i due operatori, i quali non entrano più in contatto tra di loro. La banca quindi stipula due contratti, assumendosi direttamente le obbligazioni derivanti da essi. Di conseguenza, in questo caso il rischio di credito grava sulla banca, la quale si assume il rischio che una o entrambe le parti vengano meno ai propri obblighi.

Oltre al rischio di credito la banca si espone ad un ulteriore rischio. Si precisa che essa conclude un contratto di swap con un operatore senza attendere di trovare il secondo operatore per "chiudere" la posizione. In tal modo si crea un "deposito" di contratti di swap "aperti" che devono essere "sposati" con un secondo contratto[12]. Durante il

[12] La situazione tecnica della banca in attesa di "sposare" contratti non ancora chiusi da entrambi i lati è detta "*warehousing*". Per ulteriori informazioni si veda M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., p. 21 e pp. 124-125.

periodo di ricerca del secondo operatore la banca è esposta al rischio di variazione dei tassi di interesse. Per coprire la posizione, essa è obbligata a rivolgersi a mercati diversi da quello degli swap su tassi di interesse come, ad esempio, al mercato dei titoli obbligazionari, al mercato delle opzioni su tassi, oppure al mercato dei *future* su tassi a lungo o a breve.

Per quanto riguarda la remunerazione, essa non consisteva più in una commissione di negoziazione ma risultava dalla differenza dei prezzi applicati dalla banca alle due controparti.

Tale evoluzione da un mercato di broker ad un mercato di dealer veniva in contro alle esigenze degli operatori che desideravano mantenere l'anonimato sulle transazioni e soprattutto risolveva le loro problematiche connesse alla gestione del rischio di credito. Dall'altra parte permetteva alle banche di ampliare il proprio ruolo nel mercato delle emissioni di titoli e dava a loro l'opportunità di effettuare transazioni che potevano dar luogo a profitti senza impattare sul bilancio in termini di indici patrimoniali.

1.1.4 Il mercato over the counter

Lo *swap* è un accordo privato che nasce per soddisfare le esigenze specifiche delle due controparti, non si tratta quindi di uno strumento standardizzato e di conseguenza non viene negoziato nei mercati regolamentati bensì in quelli *over the counter* (fuori borsa)[13].

I mercati *over the counter* hanno assunto nel tempo dimensioni enormi diventando un'importante realtà diversa dalle borse[14]. In essi vengono effettuate transazioni che in termini di quantità scambiate superano di gran lunga quelle effettuate nei mercati ufficiali. Tale sviluppo è legato principalmente alle caratteristiche dei contratti che vengono in essi stipulati. Le parti non sono obbligate ad attenersi a degli schemi

[13] M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., p. 5.

[14] La Banca dei Regolamenti Internazionali (*Bank for International Settlements* – www.bis.org) pubblica dal 1998 le statistiche riguardanti i due mercati. Sulla base di stime sul valore nozionale delle transazioni in essere sui mercati OTC e del valore complessivo delle attività sottostanti gli strumenti derivati di borsa, alla fine del dicembre 2010 le dimensioni dei mercati OTC e dei mercati di borsa risultavano pari, rispettivamente, a $601 migliaia di miliardi e a $ 67,9 migliaia di miliardi. Per approfondimenti vedi: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), Pearson, Milano, 2012[3], p. 4.

standard ma sono libere di accordare le condizioni più adatte alle loro necessità[15]. Dall'altra parte però questa caratteristica rende i contratti difficilmente trasferibili a operatori diversi dalle controparti originarie. Inoltre, essendo "disegnati" per soddisfare esigenze specifiche, spesso le clausole dei contratti sono molto complesse e questo rende poi difficile la valutazione di quest'ultimi[16].

In pratica il mercato *over the counter* consiste in una rete di negoziatori (*trader*) che si collegano tra di loro in via telematica (telefono, *computers* etc.). Ciascuno di essi lavora per un'istituzione finanziaria ed effettua negoziazioni per conto di essa contattando gli altri trader. Quando le negoziazioni vengono effettuate tramite telefono, esse vengono registrate per poi essere riascoltate in caso di disaccordi sulle condizioni trattate. Per quanto riguarda la negoziazione dei prodotti più richiesti, essa viene fatta in base ai prezzi quotati dalle istituzioni finanziarie. I trader acquistano al prezzo *bid* (prezzo denaro) e sono disposti a vendere al prezzo *ask* (prezzo lettera). La differenza tra i due prezzi rappresenta il guadagno del negoziatore[17].

Si evince quindi la mancanza di una controparte centrale che garantisca il buon esito delle operazioni diversamente da quanto accade nei mercati di borsa[18]. Sono quindi gli operatori stessi che si assumono il rischio che la controparte non adempi alle obbligazioni assunte in sede di accordo contrattuale e risulti insolvente. Questo comporta una particolare attenzione da parte degli operatori che fanno uso degli strumenti derivati negoziati nell'OTC (e degli *swaps* in particolare) in quanto i rischi a cui vanno in contro possono essere non trascurabili.

1.1.5 Il mercato degli *swaps* in Italia

Gli swap comparvero nel mercato italiano verso la metà degli anni ottanta. La prima tipologia introdotta fu il *domestic currency swap*. Questo nuovo strumento era una soluzione che consentiva di ovviare alla regolamentazione che assoggettava i contratti

[15] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. It E. BARONE (a cura di), Pearson, Milano, 2012[3], p. 4.
[16] CONSOB, audizione del direttore dot. Tezzon. A., 2007, Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati", VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, p. 3-4.
[17] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), Pearson, Milano, 2012[3], p 3.
[18] Importanti novità riguardano l'utilizzo di procedure di compensazione per alcune transazioni del mercato OTC. Questo argomento è trattato più avanti nel capitolo.

conclusi nel mercato dei cambi a termine all'imposta di bollo e che imponeva la presenza di una causale commerciale con l'intento di frenare i flussi finanziari internazionali non collegati a flussi reali[19].

L'offerta di questi strumenti innovativi era concentrata in un gruppo di filiali di banche estere che dominavano il mercato e vendevano i DCS a una cerchia ristretta di grandi clienti.

A differenza di questi operatori esteri, i quali conoscevano da tempo gli strumenti derivati in generale e gli *swaps* in particolare, gli operatori istituzionali italiani (banche, fondi comuni e assicurazioni) si erano affacciati al mercato da poco tempo e il loro operato in esso era molto limitato a causa di diversi fattori[20].

Prima di tutto c'era tanta incertezza circa le potenzialità degli strumenti derivati e poi non erano ancora disponibili procedure per la loro contabilizzazione e monitoraggio. A questo si aggiungevano i problemi di *rating* delle banche italiane in seguito al "*downgrading*" della Repubblica e anche l'elevata rischiosità che caratterizzava gli *swaps* a causa della loro durata (se superava i cinque anni gli intermediari avevano più problemi nel gestire il rischio di controparte)[21].

Negli anni la domanda di DCS si diffuse alla clientela media e dal lato dell'offerta aumentarono gli operatori italiani che offrivano questi strumenti. Arrivando alla fine degli anni ottanta i DCS giunsero alla loro maturità e iniziarono a comparire altri strumenti finalizzati alla gestione del rischio di variazione del tasso di cambio e di tasso di interesse. Tra questi si distinguevano gli *interest rate swap* che nel tempo si sono evoluti in altre forme quali il *zero coupon swap*, *amortizing swap* e *forward swap*. Il mercato era quindi cresciuto in termini di dimensioni e di gamma di prodotti offerti ma tuttavia si presentava molto meno sviluppato rispetto a quello degli altri paesi industrializzati. A dimostrazione di questo la mancanza di un mercato secondario degli

[19] M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., introduzione.
[20] BANCA D'ITALIA, *Lo sviluppo dei prodotti derivati nella realtà italiana. Aspetti di mercato, prudenziali e gestionali*, Banca d'Italia, Centro stampa, Roma, 1995, pp.21-27.
[21] ibid, p.24.

swaps dovuto, come visto anche in precedenza, all'elevata personalizzazione che caratterizza quest'ultimi[22].

I dati che dimostravano l'evoluzione del mercato degli *swaps* in Italia non erano facili da reperire soprattutto per la difficoltà di misurazione del mercato *over the counter*. Tuttavia era evidente un trend di crescita degli swap nel mercato italiano[23] e una loro predominanza rispetto agli altri strumenti del mercato.

A cominciare dal 1998 l'attenzione verso il mercato OTC è aumentato. Il C*ommittee of the Financial Global System* che riunisce I governatori delle banche centrali del G-10, ha deciso di effettuare indagini semestrali al fine di rilevare statistiche sui derivati OTC (su un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10) [24].

Da quell'anno la Banca d'Italia rende disponibili dati semestrali riguardo all'utilizzo dei derivati OTC da parte di gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto[25]. L'indagine riguarda l'utilizzo dei contratti derivati su:

- tassi di interesse;
- tassi di cambio;
- azioni e indici azionari (*equity liked*), merci (*commodities*);

e da dicembre 2004 l'indagine include anche i *credit default swaps*.

I dati confermano un coinvolgimento modesto delle banche italiane nel mercato dei derivati OTC. Il valore nozionale dei contratti derivati in essere presso di esse rappresenta una modesta parte del valore nozionale totale (riguardante l'intero campione dei paesi coinvolti nell'operazione) posizionandosi all'interno dell'intervallo 1,3% – 2,1%.

---

[22] M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap, op. cit.*, introduzione.

[23] Prendendo in considerazione i dati forniti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, il capitale nozionale degli IRS in lire era nel 1991 pari a 50.000 miliardi, nel 1992 pari a 90.000 miliardi e aumentare a quasi 400.000 miliardi nel 1993. Fonte: M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., introduzione.

[24] I dati in seguito riportati sono ricavati dai documenti riguardanti la rilevazione semestrale dei derivati OTC dall'anno 2000 all'anno 2013 e dalla Relazione Annuale della Banca d'Italia sull'anno 1998 e sull'anno 1999. I suddetti documenti sono reperibili nei siti www.bancaditalia.it e www.ircri.it.

[25] I gruppi bancari inclusi nel campione sono Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e dal primo semestre del 2012 al campione si è aggiunto anche Mediobanca spa. I risultati a livello globale sono pubblicati all'interno del sito internet www.bis.org.

Si evince inoltre che le controparti degli intermediari italiani sono in prevalenza gli stessi gruppi bancari che partecipano all'indagine e altri intermediari finanziari.

Per quanto riguarda la tipologia di derivati, si evidenzia una preferenza agli *interest rate swap* rispetto agli altri derivati su tassi di interesse (opzioni su tassi di interesse e FRA) ma anche alle altre tipologie di derivati presi in considerazione (come visto in precedenza: derivati su tasso di cambio, derivati su azioni, derivati su merci e *credit default swaps*). Gli IRS rappresentano una quota tra il 69 % e il 75% del totale dei derivati su tassi di interesse mentre sul totale dei derivati in essere in Italia tale quota oscilla tra il 58% e il 66%.

1.2 Definizione e tipologie di *swaps*

Gli *swaps* sono degli accordi privati tra due società per lo scambio di una serie di pagamenti futuri. Le parti sono libere di decidere tra di loro, a seconda delle loro esigenze e interessi, le date nelle quali effettuare i pagamenti e le modalità di calcolo di quest'ultimi. In generale il calcolo si effettua basandosi sull'andamento futuro di variabili di mercato, come ad esempio sull'andamento di un tasso di interesse o di un tasso di cambio[26].

Anche se gli *swaps* non hanno una struttura contrattuale rigida e sono un tipico strumento over the counter, è possibile distinguere due macro tipologie di questi strumenti basandosi sulla natura dei flussi finanziari scambiati[27]:

- *swap* di interessi (*interest rate swap*, IRS);
- *swap* di valute (*currency swap*, CS).

La prima tipologia di *swap*, così come suggerisce anche il nome, prevede lo scambio di flussi di cassa aventi la natura di interessi denominati nella stessa valuta. Nella seconda tipologia, i flussi di interesse scambiati tra le parti sono denominati in due valute differenti.

[26] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p. 159.
[27] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., p.79-80.

Nei due paragrafi che seguono si analizzano le caratteristiche principali e lo schema di funzionamento di questi strumenti.

1.2.1 Interest rate swaps

In un *interest rate swap* le parti si accordano per scambiarsi dei futuri flussi di interesse calcolati sulla base di un capitale di riferimento (capitale nozionale o *notional principal*) che non è oggetto di scambio tra le parti[28].

Al momento della stipula del contratto, oltre a stabilire il valore del tasso fisso, il tasso variabile di riferimento, il valore e la valuta del capitale nozionale, le parti decidono di comune accordo su una serie di elementi contrattuali tra i quali:

- data di inizio dell'operazione (*effective date*), quest'ultima può essere diversa dalla data di stipula del contratto stesso (*trade date*);
- data di conclusione dell'operazione (*termination date*), ovvero la data in cui il contratto conclude i suoi effetti;
- frequenza dei pagamenti (*payment date*), date nelle quali le due parti procedono al pagamento dei flussi di interesse;
- le regole di calcolo giorni (*day count convention*), le parti stabiliscono la regola da utilizzare per il calcolo dei pagamenti a tasso fisso e quelli a tasso variabile.

In generale i pagamenti a tasso variabile vengono determinati sulla base della formula: $L \times R \times \frac{n}{360}$ dove L è il valore del capitale nozionale, R è il *Libor* ed n è il numero di giorni trascorsi dall'ultimo pagamento. Per il calcolo dei pagamenti a tasso fisso viene utilizzata la regola $\frac{effettivi}{360}$ oppure la regola $\frac{30}{360}$ [29].

In base alla modalità di calcolo dei flussi di interesse si possono distinguere le seguenti due tipologie di *interest rate swap*[30]:

---

[28] Ibid.
[29] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., pp. 139-141 e 165-166.
[30] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., pp. 79-80.

1. i *plain vanilla* (o *coupon swap* o *simple* IRS);
2. i *basis swap* (o *floating/floating swap*).

Il *plain vanilla swap* è la tipologia maggiormente utilizzata degli *swaps* su tassi di interesse. In esso una parte si impegna ad effettuare dei pagamenti sulla base di un tasso fisso (*fixed rate payer*), mentre l'altra parte si impegna a pagare dei flussi calcolati sulla base di un tasso variabile (*floating rate payer*).

Il tasso fisso e quello variabile sono decisi dalle parti in fase di stipula del contratto. Il tasso fisso rimane invariato durante la vita del contratto. Per quanto riguarda il tasso variabile, in generale negli *swaps* su tassi di interesse viene utilizzato il Libor (*London Interbank Offer Rate*)[31].

Entrambi i flussi di pagamento sono denominati nella stessa valuta. Essi vengono calcolati come prodotto tra il tasso fisso/ variabile e il capitale nozionale, il quale, si ricorda, rimane invariato per tutta la durata del contratto e non è oggetto di scambio ma serve esclusivamente per il calcolo dei pagamenti. Molto spesso le date di pagamento coincidono. In questo caso si procede al pagamento del differenziale calcolato applicando lo scarto tra i due tassi al capitale nozionale.

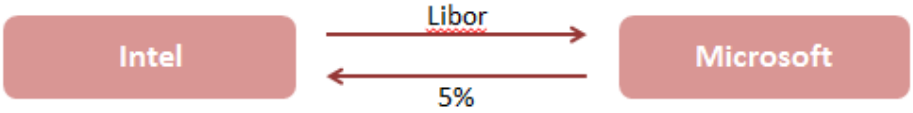
L'esempio 1.1 mostra il funzionamento di un contratto *plain vanilla swap*.

Esempio 1.1[32]

In data 5 marzo 2012 Microsoft e l'Intel decidono di stipulare un *plain vanilla swap* della durata di tre anni. Il capitale nozionale è pari a $100 milioni. Microsoft paga un tasso di interesse fisso del 5% composto semestralmente e riceve dalla Intel un tasso di interesse variabile pari al *Libor* a sei mesi. Lo *swap* viene rappresentato nella figura 1.3.

[31] Il *Libor* è il tasso al quale una banca è disposta a prestare denaro a un'altra banca, in forma di deposito. Esso rappresenta il tasso di riferimento per i prestiti negoziati nei mercati finanziari internazionali. I tassi Libor a 1 mese, 3 mesi , 6 mesi e 12 mesi sono quotati in tutte le principali valute. Per approfondimenti vedi: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p.84 e p.160.
[32] L'esempio prende spunto dall'esempio 7.3 riportato nel testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p. 160.

Figura 1.3 Schema di funzionamento di un *plain vanilla swap*
Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p. 160.



Il primo scambio di pagamenti viene effettuato il 5 settembre 2012. In questa data la Microsoft dovrebbe pagare interessi per un importo pari a $2,5 milioni (=100 milioni x 0,05/2). La Intel dovrebbe pagare interessi calcolati sulla base del tasso *Libor* a sei mesi osservato sei mesi prima. Ipotizzando che il 5 marzo 2012 tale tasso sia stato uguale a 4,2%, Intel dovrebbe pagare alla Microsoft la somma di $2,1 milioni. Dato che i pagamenti vengono effettuati nello stesso giorno, in realtà non si procede allo scambio delle somme dovute ma del differenziale tra i due, ovvero, la Microsoft paga alla Intel una somma pari a $0,4 milioni dollari ($2,5 milioni - $ 2,1 milioni).

Data la durata pari a tre anni del contratto, esso scade in data 5 marzo 2015 e comporta in totale sei scambi di pagamenti. Si precisa che i pagamenti fissi sono noti e sono sempre uguali a $ 2,5 milioni. Quelli che cambiano sono i pagamenti variabili, dato che dipendono dall'andamento del *Libor* durante i tre anni del contratto.

Nei *basis swaps* oggetto di scambio tra i contraenti sono due flussi di interesse variabili calcolati sulla base di due tassi variabili di riferimento, ovviamente diversi per ciascun contraente. Anche in questo caso il capitale nozionale non viene scambiato e rimane costante per tutta la durata del contratto.

Nell'esempio 1.2 si prendono ancora in considerazione le due società, Microsoft e Intel e si modificano le condizioni del loro contratto per dimostrare il funzionamento di un *basis swap*.

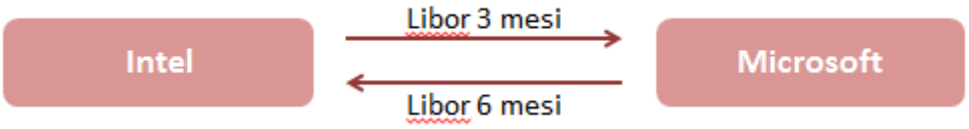
Esempio 1.2[33]

Si supponga che il data 5 marzo 2012, Microsoft e Intel decidano di stipulare un *basis swap* della durata di 3 anni. La Microsoft si impegna a pagare ogni sei mesi un tasso

[33] L'esempio prende spunto dall'esempio 7.3 riportato nel testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p.160.

variabile pari al *Libor* a sei mesi mentre la Intel si impegna a pagare ogni tre mesi un tasso di interesse pari al *Libor* a tre mesi. Il capitale nozionale è pari a $ 100 milioni e rimane invariato per tutta la durata del contratto. La figura 1.4 mostra lo schema di funzionamento di tale *swap*.

Figura 1.4[34] Schema di funzionamento di un *basis swap*



Si ipotizza che il 5 marzo 2012 si osservi un tasso Libor a tre mesi pari a 0,582% e un tasso Libor a sei mesi pari a 0,811%. Si osserva che in questo esempio non tutte le date dei pagamenti coincidono, in quanto la periodicità dei pagamenti è diversa per le due società. La Intel effettua pagamenti trimestrali mentre la Microsoft effettua pagamenti semestrali.

Il 5 Giugno 2012 la Intel effettua il primo pagamento pari a $0,1455 milioni (=100x 0,00582 x 0,25)milioni. La Microsoft invece effettua il primo pagamento in data 5 settembre 2012 per un importo pari a $0,4055 milioni (=100 x 0,00811 x 0,5)milioni. Visto che le date dei pagamenti non coincidono, in questo caso le due società si scambiano gli importi totali dei flussi di interesse e non c'è la possibilità di pagare il differenziale tra i due. Si nota che la Intel effettua i pagamenti nelle date 5 marzo; 6 giugno; 5 settembre; 5 dicembre di ogni anno. La Microsoft effettua i pagamenti nelle date 5 marzo e 5 settembre di ogni anno. Si può quindi procedere al versamento del differenziale nei pagamenti riguardanti marzo e settembre.

Per quanto riguarda i pagamenti successivi, essi non sono noti e dipendono dall'andamento dei due tassi Libor di riferimento durante la vita residua del contratto.

Al *plain vanilla swaps* e ai *basis swaps* si affiancano altre forme innovative di *interest rate swap* sviluppate negli anni per venire incontro alle molteplici esigenze degli

[34] La figura prende spunto dalla figura 7.1 riportata nel testo: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p. 160.

operatori. In seguito si riportano brevemente le caratteristiche essenziali di alcuni contratti[35].

Forward IRS – in questa tipologia di *swap* la data di inizio dell'operazione (*effective date*) è differita rispetto al momento in cui le parti stipulano il contratto (*delayed start swap*). In generale questo strumento viene utilizzato dagli operatori che necessitano di stabilire con largo anticipo il profilo dei flussi finanziari.

Ammortizing swap – è una forma di *swap* nella quale il capitale nozionale non rimane costante durante la vita del contratto ma si riduce in modo progressivo. Di solito viene utilizzato accanto ad altre operazioni finanziarie come, ad esempio, un prestito con ammortamento annuale del capitale.

Zero coupon swap – diversamente dagli altri *swaps*, durante la vita del contratto vengono corrisposti solamente i pagamenti calcolati sulla base del tasso variabile. Il pagamento a tasso fisso viene corrisposto in un'unica soluzione alla scadenza del contratto.

Swap in arrears – in questa tipologia di *swap* la rilevazione del tasso variabile e la liquidazione del flusso a tasso variabile vengono effettuati alla fine del periodo di riferimento. Si ricorda che nei comuni IRS la rilevazione del tasso variabile viene effettuata all'inizio del periodo e la liquidazione alla fine di esso.

Callable swap - è la combinazione di uno swap con un'opzione di rinuncia. Tale strumento dà all'operatore la facoltà di recedere dal contratto prima della sua scadenza.

1.2.2 Currency swaps

Il *currency swap* (*swap* di valute) è un accordo tra due parti per eseguire lo scambio di due flussi di cassa espressi in due valute differenti[36].

Il questa operazione, diversamente dagli *interest rate swap*, il capitale di riferimento viene specificato in ciascuna delle due valute, quindi, in sostanza si hanno due capitali di riferimento. Questi ultimi, in generale, sono oggetto di scambio tra le parti sia all'inizio che al termine dell'operazione[37].

---

[35] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., pp. 81-82.

[36] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., p.82.

[37] I *currency swap* che prevedono lo scambio iniziale e finale dei capitali di riferimento rappresentano la forma più diffusa di questa categoria di *swap*, tuttavia, ci sono anche operazioni che prevedono lo scambio dei capitali: solo all'inizio dell'operazione; solo alla fine dell'operazione; nessun scambio di capitali. Per approfondimenti vedi: M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., pp. 63-64.

È importante che i due capitali scambiati abbiano un valore equivalente. Non viene richiesto che una somma sia la controprestazione stabilita ad un cambio ufficiale, ma che ci sia una equivalenza generica tra il valore di mercato dei due capitali al momento della stipula del contratto[38].

Durante la vita del contratto, il tasso di cambio tra le due valute è ovviamente oggetto di variazioni. Tuttavia, questo non influenza le prestazioni tra le parti. Gli importi in valuta scambiati alla scadenza dell'operazione dovranno essere gli stessi importi scambiati all'inizio dell'operazione. Soffermandosi sulla scadenza dell'operazione, si precisa che le parti sono libere di decidere riguardo alla durata del contratto, non vengono imposti limiti minimi o massimi ma è necessario fissare una scadenza. Questo permette di eseguire lo scambio finale delle somme in valuta.

Dopo lo scambio iniziale dei nozionali, entrambe le parti effettuano pagamenti periodici nella valuta ricevuta. La scelta sulla periodicità di quest'ultimi spetta alle due parti. Esse possono decidere di effettuare dei pagamenti annuali, semestrali, mensili, giornalieri, ecc. Possono scegliere di effettuare i pagamenti con la stessa periodicità ma possono anche decidere di pagare a intervalli diversi.

Le due parti sono inoltre chiamate a decidere le modalità di determinazione di questi pagamenti; sulla base di questo è possibile distinguere tra le seguenti forme di *currency swap*[39]:

- fisso contro fisso (*traight currency swap* o *fixed rate currency swap*). I flussi di interesse sono calcolati sulla base di due tassi fissi predeterminati ciascuno dei quali viene applicato al capitale nozionale della corrispondente valuta;
- variabile contro variabile (*currency basis swap* o *floating to floating rate swap*). I flussi di interesse sono calcolati in base a due tassi di interesse variabili;
- fisso contro variabile (*cross currency interest rate swap* o *fixed to floating rate swap* o *coupon currency swap*). Un flusso di interessi è calcolato sulla base di un tasso fisso espresso in una certa valuta mentre il secondo flusso di interessi viene calcolato applicando un tasso variabile in una valuta differente.

---

[38] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 49-50. Per chiarire il concetto si propone il seguente esempio riportato nel testo. In seguito alla stipula di un *currency swap*, la società Alfa consegna 1 milioni di dollari a Beta, la quale contestualmente consegna 500.000 sterline (assumendo un cambio 1 sterlina = 2 dollari). Beta si impegna a pagare 100.000 dollari ogni anno per cinque anni ed a restituire 1 milione di dollari alla fine del quinto anno. Alfa si impegna a pagare 75.000 sterline ogni anno per cinque anni e restituire 500.000 sterline alla fine del quinto anno. Se per ipotesi le parti avessero deciso di scambiare 1 milione di dollari contro 5.000 sterline (equivalenti a 10.000 dollari al cambio sopra indicato) da restituirsi dopo cinque anni e di pagarsi reciprocamente annualmente 100.000 dollari a 750 sterline si può fondatamente dubitare che la fattispecie possa configurarsi come uno *swap*.

[39] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., pp. 83-84.

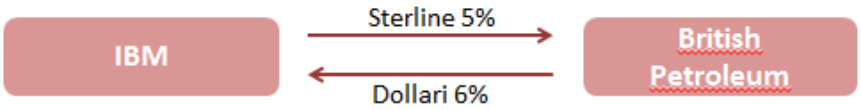
Tramite l'esempio 1.3 in seguito riportato si sintetizzano le caratteristiche e le fasi dell'operazione.

Esempio 1.3[40]

Si consideri un ipotetico *swap* a 5 anni, negoziato il 1° febbraio 2011 tra IBM e British Petroleum. Supponiamo che IBM paghi a British Petroleum un tasso d'interesse fisso del 5% in sterline e riceva da British Petroleum un tasso di interesse fisso del 6% in dollari. I pagamenti per interessi vengono effettuati una volta all'anno e i due capitali sono pari a $18 milioni e a £10 milioni.

Questo swap è detto fisso- contro- fisso (*fixed - for- fixed*) perché i tassi di interesse in entrambe le valute sono fissi. Lo swap è dimostrato graficamente nella figura 1.5.

Figura 1.5 *Currency swap*
J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.176-177.



All'inizio dell'operazione, le due società si scambiano i capitali nozionali i quali vanno nella direzione opposta a quella indicata dalle frecce della figura 1.5. Successivamente, gli interessi e i capitali vanno nella stessa direzione delle frecce. Pertanto, all'inizio dello swap IBM paga $18 milioni e riceve £10 milioni dalla British Petroleum. Poi, alla fine di ognuno dei 5 anni di vita dello swap, IBM riceve $ 1,08 milioni (=0,06 x $18 milioni) e paga £ 0,5 milioni (=0,05 x £ 10 milioni). Alla fine dello swap, IBM riceve il capitale di $18 milioni e paga il capitale di £10 milioni. I pagamenti sono riportati nella Tabella 1.3.

[40] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p.176-177.

Tabella 1.3 Un *currency swap* fisso-contro-fisso

Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.176.

Data	*Pagamenti in dollari (milioni)*	*Pagamenti in sterline (milioni)*
1° febbraio 2011	- 18,00	+10,00
1° febbraio 2012	+1,08	-0,50
1° febbraio 2013	+1,08	-0,50
1° febbraio 2014	+1,08	-0,50
1° febbraio 2015	+1,08	-0,50
1° febbraio 2016	+19,08	-10,50

Si precisa che IBM riceve da British Petroleum un tasso fisso del 6% in dollari su un capitale di $ 18 milioni e paga un tasso fisso del 5% in sterline su un capitale di £ 10 milioni.

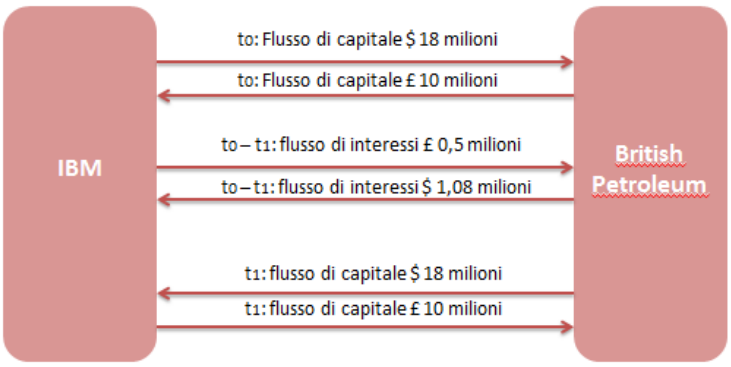
La vita di un *currency swap* può essere suddivisa in tre fasi[41] le quali si rappresentano graficamente come in figura 1.6. Riprendendo l'esempio delle due società, IBM e British Petroleum sopra riportato si ha:

Fase 1: scambio iniziale dei capitali nozionali denominati in due valute diverse;

Fase 2: scambio periodico dei flussi di interesse denominati nelle due valute;

Fase 3: Restituzione alla scadenza dell'operazione dei capitali nozionali.

Figura 1.6[42] Lo schema di funzionamento di un *currency swap*



[41] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., p.82.
[42] La figura 1.6 prende spunto dalla figura 3.3 riportato nel testo: G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, cit., p. 83.

Dove t_0 = data di inizio; t_1 = data di scadenza; $(t_0 – t_1)$ = scadenze intermedie.

All'interno della categoria dei *currency swaps* si trovano i *differential swaps,* altrimenti chiamati "*diff swaps*" o "*quantos*". In questa tipologia di *swap*, il tasso di interesse denominato in una certa valuta viene applicato al capitale nozionale denominato in un'altra valuta[43].

Il primo contratto di *differential swaps* risale all'anno 1991 e fu stipulato tra la Credit Suisse First Boston e una compagnia di assicurazione giapponese. Negli anni il mercato è cresciuto rapidamente date le aspettative di aumento dello *spread* tra i tassi di interesse tra le diverse valute. Essi sono degli strumenti che consentono di sfruttare il differenziale tra i tassi di interesse tra due valute senza incorrere nel rischio di cambio[44].

Al fine di illustrare il funzionamento di questi strumenti si consideri l'esempio 1.4.

Esempio 1.4[45]

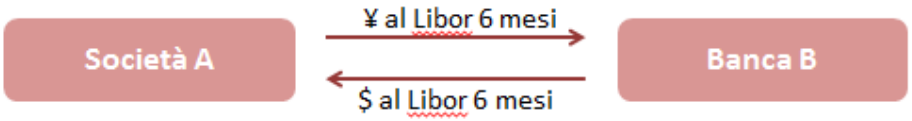
Una società statunitense A osserva la crescita superiore dell'economia statunitense rispetto a quella giapponese. Questo comporterebbe un aumento dei tassi di interesse in dollari al di sopra delle aspettative e si tradurrebbe quindi in un aumento anche dello spread tra i tassi di interesse in dollari e quelli in yen.

Al fine di "appropriarsi" dello spread tra i due tassi di interesse, la società A decide di entrare in un *cross currency swap* con la Banca B. Dopo lo scambio iniziale dei capitali nozionali denominati in dollari e in yen, la società A effettua pagamenti in yen calcolati in base al *Libor* a sei mesi sullo yen e riceve pagamenti in dollari calcolati in base al *Libor* a sei mesi sul dollaro statunitense. La figura 1.7 mostra graficamente i flussi riguardanti il *cross currency swap*.

[43] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.176.
[44] CHUANG-CHANG CHANG, SAN-LIN CHUNG, MIN-TEH YU, *Valuation and hedging of differential swaps*, "The Journal of Futures Markets", Vol. 22, n. 1, 2002, pp. 73–94.
[45] F. LAU, *Derivatives in plain words*, Hong Kong Monetary Authority, 1997, p.38.

Figura1.7*Cross currency swap*

Fonte: F. LAU, *Derivatives in plain words*, Hong Kong Monetary Authority, 1997, p.38

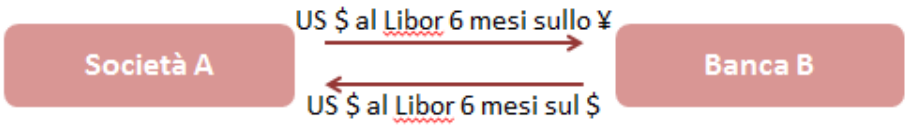


Tuttavia, la presenza dei pagamenti in yen espone la società al rischio di cambio. Un aumento anche modesto dei tassi di interesse in yen comporterebbe un apprezzamento di questa valuta e di conseguenza i pagamenti in yen per la società statunitense diventerebbero più costosi. L'aumento del Libor sul dollaro sarebbe quindi compensato dal rafforzamento dello yen .

I *differential swaps* consentono di risolvere tale problema in quanto entrambi i pagamenti vengono effettuati in dollari e la società non è più esposta al rischio di cambio. Il tasso *Libor* a sei mesi in yen si trasforma in un tasso di riferimento che va applicato al nominale in dollari per determinare l'importo da pagare alla banca B come in figura 1.8.

Figura 1.8 *Differential swap*

Fonte: F. LAU, *Derivatives in plain words*, Hong Kong Monetary Authority, 1997, p.38.



Si può notare che i flussi sono entrambi in dollari statunitensi.

Accanto agli *interest rate swaps* e ai *currency swaps* che rappresentano le tipologie più diffuse di *swaps*, nei mercati vengono scambiati ulteriori forme di questo strumento, nate negli anni per venire incontro alle necessità degli operatori. Alcune di queste forme sono oggetto di analisi nei paragrafi che seguono.

1.2.3 Credit default swaps

Verso la metà degli anni '90 nel mercato dei derivati hanno iniziato a diffondersi i derivati creditizi. Quest'ultimi sono degli strumenti che consentono di isolare il rischio

di credito dell'attività sottostante e di trattarlo come una *commodity*, alla stregua delle valute, dei tassi di interesse, dei metalli preziosi ecc.[46].

Dato che il rischio di credito rappresenta la maggiore componente di incertezza dei mercati finanziari, di gran lunga superiore rispetto al rischio di tasso o di cambio, tale strumento, che consentiva una gestione efficace del rischio di credito, presentava enormi potenzialità di sviluppo. In effetti i derivati di credito hanno avuto negli anni uno sviluppo esponenziale, raggiungendo 30.281 miliardi di dollari di contratti in essere al 30 giugno 2010[47].

All'interno di questa categoria di derivati si trovano i *credit default swaps*, che sono dei contratti che offrono protezione contro il rischio di insolvenza di una specifica società, la quale viene individuata all'interno di un contratto di CDS come il "soggetto di riferimento" (*reference entity*)[48], e il verificarsi dell'insolvenza rappresenta " l'evento creditizio" (*credit event*)[49].

Una parte del contratto è l'acquirente di protezione (*protection buyer*). In base al contratto di CDS esso ottiene il diritto di vendere alla pari le obbligazioni della società nel caso si verifichi l'evento creditizio. In cambio, si impegna ad effettuare dei pagamenti periodici fino alla scadenza del contratto oppure fino al momento in cui si verifica l'evento creditizio. I pagamenti vengono calcolati su un capitale di riferimento che è pari al valore nominale delle obbligazioni sottostanti il *credit default swap* e in generale hanno una cadenza trimestrale, con pagamenti effettuati nelle date 20 marzo, 20 giugno, 20 settembre e 20 dicembre[50].

L'altra parte del contratto è il venditore della protezione (*protection seller*) il quale si impegna a pagare una somma di denaro alla controparte, nel caso in cui entro il periodo di tempo stabilito nel contratto si verifichi l'evento creditizio. In questo modo il venditore della protezione assume su di sé il rischio di credito della *reference entity*.

L'esempio 1.5 in seguito riportato descrive il funzionamento di un *credit default swap*.

---

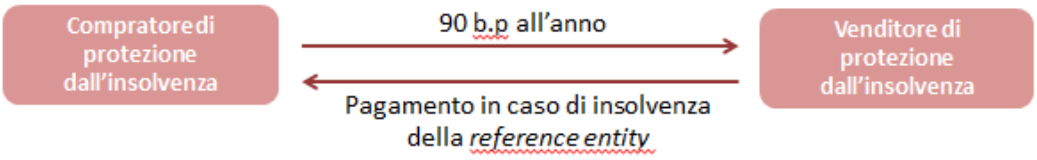
[46] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 423-426.
[47] Ibid.
[48] Le *reference entity* dei CDSs sono società e paesi.
[49] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.602.
[50] I pagamenti semestrali e quelli annuali sono altresì diffusi. Per quanto riguarda la scadenza, il contratto a 5 anni è quello più diffuso ma sono soliti anche contratti con scadenza ad 1,2,3,7 e 10 anni.

Esempio 1.5[51]

Si supponga che il 20 marzo 2012, due parti stipulino un contratto di credit default swap della durata di 5 anni. Il capitale nozionale è di $ 100 milioni e il compratore si obbliga a pagare 90 punti base all'anno (da corrispondere pro quota all'inizio di ogni semestre) per tutelarsi dall'insolvenza del soggetto di riferimento. Il CDS viene rappresentato graficamente in figura 1.9.

Figura 1.9 *Credit default swap*

Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), p.602.



Se il soggetto di riferimento non fallisce:

L'evento creditizio quindi non si verifica. L'acquirente di protezione procede il 20 giugno 2012 e ogni trimestre successivo fino al 20 marzo 2017, al pagamento di una somma pari a $225.000 (=0,0090/4 x $100 milioni). Esso non riceve alcun pagamento dal venditore del CDS.

Se il soggetto di riferimento fallisce:

Il 20 maggio 2015 (2 mesi dopo l'inizio del 4° anno di vita del contratto), il compratore comunica al venditore l'avvenuta manifestazione dell'evento creditizio. In questo caso in venditore della protezione deve effettuare un pagamento nei confronti del compratore.

Se nel contratto è stata prevista la liquidazione per consegna fisica, il compratore vende alla pari le obbligazioni emesse dal soggetto di riferimento per un valore nominale di $

[51]L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p.602-603.

100 milioni e consegnerà il titolo che per esso è "più conveniente da consegnare" (*cheapest to deliver*).

Se, invece, nel contratto è stata prevista la liquidazione per contanti, in tal caso si utilizza un'asta organizzata dall'ISDA per determinare il prezzo di mercato delle obbligazioni "a minor costo" (*cheapest deliverable*) tra quelle emesse dal soggetto di riferimento. Supponendo che il prezzo medio di queste obbligazioni sia pari a $35 per $100 di valore nominale, il pagamento a favore del compratore è di $65 milioni.

Con il verificarsi dell'evento creditizio terminano anche i pagamenti effettuati dal compratore della protezione. Tuttavia, visto che i pagamenti sono rateizzati, il compratore è obbligato ad un ultimo versamento corrispondente alla quota del pagamento trimestrale maturata tra il 20 marzo e il 20 maggio 2015, pari a $150.000 (=2/3 x $225.000).

La determinazione del *credit event* rappresenta un aspetto chiave del contratto di CDS. Esso non viene individuato nel tradizionale *default* dell'entità, ma si cerca di rilevare in modo oggettivo le situazioni che rappresentano un segno inconfondibile della sua insolvenza e quest'ultime sono rese note da fonti pubbliche[52]. Degli esempi di queste situazioni sono:

- dichiarazione ufficiale di insolvenza dell'entità di riferimento;
- istaurazione di una procedura concorsuale nei suoi confronti;
- liquidazione o altri *bankrupty event*;
- mancato pagamento di un'obbligazione pecuniaria da parte dell'entità nei confronti di un terzo.

Per quanto riguarda il mercato dei CDS, diverse sono le banche che operano come *market makers* e offrono le quotazioni denaro e lettera riguardanti i CDS *spreads*. Quest'ultimo consiste nel rapporto tra il pagamento su base annua dovuto dal compratore di protezione e il capitale nozionale del CDS. Se, ad esempio, le quotazioni su un CDS con scadenza a 5 anni sono pari a 250 e 260 punti base, allora il *market maker* è disposto a comprare protezione pagando il 2,5% del capitale nozionale ogni

[52]Per approfondimenti vedi: F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 430-432.

anno e vende protezione in cambio del pagamento al 2,6% del capitale nozionale ogni anno.

1.2.4 Total return swaps

I *total return swaps* sono un ulteriore tipologia di derivati creditizi. In esso le parti si impegnano a scambiarsi periodicamente dei flussi calcolati su parametri di riferimento diversi. Una parte si obbliga a pagare all'altra il tasso di rendimento delle obbligazioni (di qualsiasi portafoglio) in suo possesso e in cambio riceve dalla controparte il tasso *Libor più uno spread*.

Tramite l'esempio 1.6 si descrivono le caratteristiche e il funzionamento di un *total return swap*.

Esempio 1.6[53]

Si ipotizza che la società Alfa abbia acquisito titoli obbligazionari con un valore nominale pari a $ 100 milioni emessi dalla società Gamma e tema un possibile deterioramento del profilo creditizio di quest'ultima. Al fine di eliminare il rischio di credito su Gamma, contatta la società Beta e stipulano un contratto di *total return swap*.

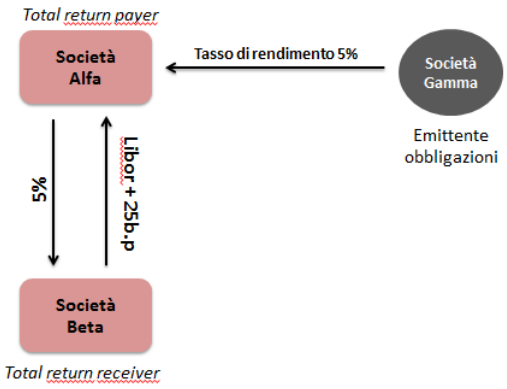
La società Alfa è chiamata *total return payer* (essa è acquirente di protezione o *protection buyer*) mentre la società Beta è nota come *total return receiver* (essa è venditore di protezione o *protection seller*).

Figura 1.10[54] Schema di funzionamento di un *total return swap*

Fonte: elaborazione dell'autore

[53] L'esempio prende spunto dall'esempio riportato nel testo F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 486-489.

[54] La figura 1.10 è di propria elaborazione.



Nelle date di pagamento delle cedole, Alfa si impegna a corrispondere a Beta il rendimento del 5% derivante dalle proprie obbligazioni. In cambio Beta si obbliga a pagare il tasso Libor più 25 punti base applicato ad un capitale di riferimento pari a $100 milioni (il valore del capitale di riferimento corrisponde al valore nominale delle obbligazioni).

Cosi come negli *interest rate swap*, il tasso Libor è quello determinato nell'ultima data di regolamento. Per quanto riguarda lo *spread*, esso rappresenta il compenso per il rischio che il venditore di protezione fallisca. In tal caso, se nel frattempo il prezzo delle obbligazioni si è ridotto, Alfa subirebbe delle perdite. Lo spread del *total return swap* viene quindi determinato tenendo conto del merito di credito del *total return receiver*, del merito di credito dell'emittente dell'obbligazione e dalla correlazione tra le insolvenze di questi due soggetti[55].

Alla scadenza del contratto le parti si scambiano un pagamento compensativo che tiene conto della variazione di valore delle obbligazioni durante la vita del contratto. Se ad esempio, il loro valore è aumentato in misura pari al 10%, Alfa corrisponde a Beta $10 (=0,1 x $ 100) milioni. In caso contrario, supponendo che il valore delle obbligazioni si sia ridotto del 15%, Beta (il venditore di protezione) deve pagare ad Alfa una somma pari a $15 (=0,15 x 100) milioni.

Alfa viene quindi compensata da Beta nel caso in cui i titoli perdessero valore e rinuncia al profitto nel caso in cui questi acquistassero valore.

[55] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.615.

Si suppone ora che si verifichi l'insolvenza sulle obbligazioni. In tal caso il *total return swap* cessa di esistere. La società Beta (il *total return receiver*, nonché venditore di protezione) corrisponde ad Alfa una somma pari alla differenza tra il valore nominale delle obbligazioni e il loro valore di mercato.

Le due società possono prevedere anche una procedura diversa dal pagamento compensativo. Esse possono decidere sulla consegna fisica delle obbligazioni da parte della società Alfa, la quale riceve in cambio il loro valore nominale. Una diversa soluzione prevede che il pagamento compensativo venga effettuato periodicamente e non in un'unica soluzione alla scadenza del contratto[56].

Si suppone ora che la società Gamma non paghi ad Alfa gli interessi dovuti. In tal caso Alfa deve comunque continuare a pagare a Beta un flusso pari a $5 (=0,05 x 100) milioni, ma poiché i titoli avranno perso di valore in maniera corrispondente, a causa dell'inadempimento di Gamma, Alfa verrà compensata con un pagamento pari alla differenza tra il valore nominale delle obbligazioni e il valore di mercato di queste ultime.

Con l'accordo di *total return swap*, la società Alfa è riuscita a eliminare il rischio di credito senza trasferire la titolarità delle obbligazioni. Dall'altra parte, la società Beta si trova esposta al rischio di credito come se fosse titolare delle obbligazioni emesse da Gamma.

1.2.5 Equity swaps

Gli *equity swaps* sono una delle tipologie più diffuse dei derivati su titoli azionari (*equity derivatives*) assieme ai contratti a termine (*equity forward transaction*) e ai contratti di opzione (*equity option transaction*)[57].

In un *equity swap* le due parti si scambiano flussi di pagamenti calcolati sulla base di parametri di riferimento diversi. Una parte, si impegna a corrispondere i dividendi e i

[56] Ibid.

[57] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 535. Nel testo vengono riportati dati pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (disponibili su http://www.bis.org/statistics/derstats.html.) secondo i quali al 30 giugno 2010 risultavano in essere 6.260 miliardi di dollari di contratti derivati su titoli azionari.

guadagni in conto capitale relativi ad un indice azionario mentre l'altra parte si impegna a pagare un tasso di interesse fisso oppure variabile[58].

Si descrivono in seguito con maggior dettaglio i flussi che caratterizzano gli *equity swaps* tramite l'esempio 1.7.

Esempio 1.7[59]

Si supponga che un investitore sia titolare di 1.000.000 di azioni della società Alfa del valore di $10 per azione. Per tutelarsi dal rischio di variazione del loro prezzo, l'investitore decide di stipulare un contratto di *equity swap* con un'istituzione finanziaria per la durata di 5 anni.

L'investitore è *l'equity ammount payer* e si impegna a corrispondere alla controparte: a) una somma uguale agli eventuali dividendi pagati dalle azioni di riferimento e b) una somma pari alla differenza positiva tra il valore delle azioni alla scadenza del contratto e il loro valore alla data della sua stipula.

L'istituzione finanziaria è l'*equity ammount receiver*. Essa si impegna a pagare: a) una somma calcolata moltiplicando il valore nozionale dell'*equity swap* pari a $10.000.000 (il valore nozionale dell'*equity swap* corrisponde al valore delle azioni al momento della stipula del contratto) per un tasso di interesse pari al *Libor* e b) una somma pari alla differenza positiva tra il valore delle azioni di riferimento alla data di conclusione del contratto e il loro valore alla data di scadenza di esso.

Supponendo che il valore delle azioni alla data di scadenza dell'*equity swap* sia $9 per azione mentre alla data di stipula del contratto era $10 per azione, allora l'*equity ammount receiver* paga all'investitore una somma pari a ($10 - $9) x 1.000.000 = $1.000.000.

Si evince che l'investitore (l'*equity ammount payer*) ha eliminato il rischio di riduzione del prezzo delle azioni. Infatti, se questo accade, l'investitore vende le azioni a $9 sul mercato per un valore totale di $9.000.000 e riceve dall'*equity ammount receiver*

[58] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), cit., p.186.
[59] L'esempio prende spunto dall'esempio riportato nel testo F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 537-538.

$1.000.000. Si troverebbe quindi con $10.000.000, come se avesse venduto le azioni ad un prezzo di $10 per azione.

Supponendo ora che il valore delle azioni alla scadenza del contratto sia pari a $11 per azione e il loro valore al momento della conclusione del contratto fosse stato pari a $10, *l'equity ammount payer* deve pagare alla controparte una somma pari a ($11 - $10)x 1.000.000 = $1.000.000.

Si nota quindi che l'investitore non beneficia dell'aumento del prezzo delle azioni in quanto paga la differenza dei prezzi all'istituzione finanziaria.

L'istituzione finanziaria (*l'equity ammount receiver*) è esposta al rischio di variazione del prezzo delle azioni come se fosse titolare di quest'ultime. Se il valore delle azioni aumenta, riceverà oltre agli eventuali dividendi anche un pagamento dalla controparte. Se il loro valore scende, dovrà sopportare una perdita in quanto è obbligata a corrispondere alla controparte dello *swap* una somma pari alla differenza tra il valore iniziale e quello finale.

Le parti possono convenire una soluzione diversa dal pagamento del differenziale (*cash settlement*) a scadenza del contratto. Esse possono decidere di procedere alla consegna fisica dei titoli azionari in cambio del valore nominale dello *swap*, ovvero del valore che avevano le azioni al momento della stipula del contratto. Nell'esempio preso in considerazione, alla scadenza dell'*equity swap*, l'investitore consegna all'istituzione finanziaria i titoli azionari della società Alfa (1.000.000 di azioni) e riceve in cambio $10.000.000.

1.2.6 Altre tipologie di *swaps*

Nei mercati si negoziano diversi strumenti frutto dell'ingegneria finanziaria. In questo paragrafo si descrivono brevemente le caratteristiche di alcuni di questi strumenti.

Dalla combinazione di opzioni e *swaps* sono nate forme nuove come le *swaption*, gli *extendible swaps* e i *puttable swaps*.

Le swaption sono opzioni su *interest rate swaps*. È uno strumento che dà al portatore il diritto (e non l'obbligo) di entrare in un *interest rate swap*. Spesso le istituzioni

finanziarie accompagnano la vendita degli *interest rate swaps* con le *swaption*[60]. Si consideri il seguente esempio.

Esempio 1.8[61]

Si ipotizza che la società A decida oggi di contrarre tra 6 mesi un prestito a 5 anni a tasso variabile, con revisione semestrale del tasso. La società A sa, inoltre, che tra 6 mesi vorrà stipulare uno *swap* per convertire il suo prestito a tasso variabile in un prestito a tasso fisso.

Sostenendo un costo iniziale, la società potrebbe acquistare una *swaption* il quale le da il diritto di pagare un certo tasso fisso, ad esempio il 6% annuo e ricevere in cambio il Libor a sei mesi, per un periodo di 5 anni, con inizio tra 6 mesi.

Se dopo 6 mesi il tasso fisso di uno *swap* ordinario a 5 anni sarà minore del 6% annuo, la società deciderà di non esercitare la *swaption*. Essa entrerà nello *swap* nel solito modo e pagherà il tasso fisso di mercato. Però, se il tasso fisso risulterà maggiore del 6% annuo, la società deciderà di esercitare la *swaption.* In questo modo entrerà in uno swap a condizioni più favorevoli di quelle disponibili sul mercato.

La *swaption* ha quindi offerto alla società la garanzia che il tasso d'interesse fisso che pagherà su un prestito non supererà un certo livello, nel caso in esame, il 6%.

Negli *extendible swaps* una delle due parti del contratto ha la facoltà di allungare la vita del contratto oltre la durata inizialmente prevista dalle parti. Nei *puttable swaps*, invece, una delle parti ha la facoltà di chiudere lo *swap* prima della scadenza stabilità contrattualmente.

Negli ultimi anni sono diventati sempre più comuni gli *swaps* su merci (*commodity swaps*) i quali equivalgono a una serie di contratti *forward*, con scadenze diverse ma uguali prezzi di consegna, scritti su una certa attività reale come un metallo, un prodotto agricolo o una fonte di energia. Il contratto ha lo scopo di bloccare il prezzo di una certa merce.

---

[60] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.176.

[61] L'esempio prende spunto dall'esempio 28.13 riportato nel testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 733-734.

I *commodity swaps* vengono utilizzati dai consumatori per fissare il prezzo massimo che sono disposti a pagare e tutelarsi quindi da un eventuale aumento del prezzo al di sopra di tale soglia. Sono inoltre utilizzati dai produttori i quali ad esempio, temendo un abbassamento dei prezzi, decidono di bloccare il prezzo entrando in un *commodity swap*.

Esempio 1.10[62]

Una società che consuma 100.000 barili di petrolio all'anno potrebbe impegnarsi a pagare $2milioni all'anno per i prossimi 10 anni per ricevere in cambio100.000*S*, dove *S* è il prezzo di mercato del petrolio per barile. In tal modo, il costo del petrolio per barile rimarrebbe bloccato a $20 per barile.

Allo stesso modo, un produttore di petrolio potrebbe impegnarsi allo scambio opposto, che avrebbe l'effetto di bloccare il suo ricavo unitario a $20 per barile.

1.3 Impieghi operativi

La flessibilità operativa che caratterizza gli *swaps* ha portato all'utilizzo di questi strumenti in una vasta gamma di operazioni all'interno delle quali gli *swaps* svolgono una delle seguenti tre funzioni[63]:

- strumento di arbitraggio[64]: l'utilizzo degli *swaps* è finalizzato a ridurre il costo di finanziamento per le operazioni di raccolta fondi;
- strumento di *asset liability management:* gli *swaps* vengono utilizzati per coprire rischi di natura finanziaria in presenza di situazioni di *mismatching*;

[62] L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.828.

[63] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp. 87-93.

[64] Con il termine arbitraggio si indica un'operazione che consente di ottenere un profitto certo senza che il soggetto che la pone in essere corra alcun rischio. Solitamente l'arbitraggio consiste nell'acquisto/vendita di un bene o di un'attività finanziaria e in una contemporanea operazione di segno opposto sullo stesso strumento negoziato su un mercato diverso dal precedente, oppure su uno strumento diverso, ma avente le stesse caratteristiche del primo in termini di *payout*. Si sfruttano in questo modo le differenze di prezzo al fine di ottenere un profitto. L'operazione è ovviamente vantaggioso se il guadagno che si ottiene supera i costi per il trasferimento del bene da un mercato all'altro. Fonte: http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente.

- strumento speculativo: gli *swaps* vengono utilizzati con l'unico obiettivo di ottenere un profitto da negoziazioni basati sulle aspettative dell'operatore.

Nei paragrafi che seguono queste funzioni vengono analizzate con maggiore dettaglio.

1.3.1 Strumento di arbitraggio

Come strumenti di arbitraggio, gli *swaps* permettono di ridurre il costo del finanziamento sfruttando le differenze nella valutazione del merito di credito (*credit standing*) degli operatori, nei diversi segmenti del mercato creditizio.

Si consideri, ad esempio, la Società A (con rating AAA), la quale vuole prendere in prestito $10 milioni per 5 anni. Si consideri inoltre la Società B (con rating BBB[65]) con le stesse esigenze di finanziamento, quindi anch'essa necessità di un prestito di $10 milioni con durata di 5 anni. Per esigenze connesse alle rispettive strutture finanziarie, la Società A preferisce indebitarsi a tasso variabile mentre la Società B desidera finanziarsi a tasso fisso[66].

Alle due società vengono offerti i tassi di indebitamento riportati nella tabella 1.4.

Tabella 1.4 Condizioni di indebitamento nel mercato creditizio
Fonte: J. HULL, Opzioni, *futures* e altri derivati, p.167.

Società	*Fisso*	*Variabile*
Società A	4,0%	Libor a 6 mesi – 0,1%
Società B	5,2%	Libor a 6 mesi + 0,6%

Osservando questi dati si nota che la Società A, godendo di un *credit standing* superiore rispetto alla Società B, può finanziarsi a condizioni più competitive sia nel comparto del tasso fisso sia in quello a del tasso variabile.

[65] I *ratings* assegnati da S&P sono (in ordine di merito di credito decrescente) AAA, AA, A, BBB, BB, B e CCC. I *ratings* corrispondenti assegnati da Moody's sono Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, rispettivamente. Fonte: J. HULL, Opzioni, futures e altri derivati (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.167.
[66] L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.167-168.

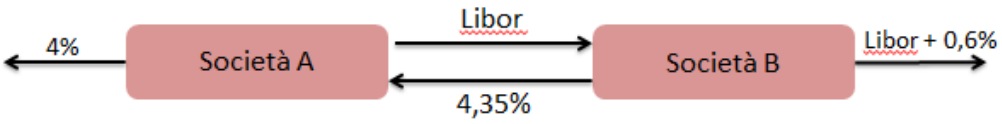
Tuttavia calcolando le differenze tra i tassi applicati nel comparto del tasso fisso e in quello del tasso variabile si evince che la Società A paga rispettivamente l'1,2% e lo 0,7% in meno nei due comparti[67]. Basandosi su questo risultato si può affermare che la Società A gode di un vantaggio comparato nell'indebitamento a tasso fisso, mentre la Società B gode di un vantaggio comparato nell'indebitamento a tasso variabile[68].

In presenza di un vantaggio comparato da parte di ciascuna delle due società, la conclusione di un *interest rate swap* consentirebbe ad entrambe di ridurre il costo dell'indebitamento.

Operativamente, la Società A si indebita a tasso fisso anche se preferisce indebitarsi a tasso variabile, mentre la società B si indebita a tasso variabile anche se vuole indebitarsi a tasso fisso. Le due società si indebitano quindi nel comparto dove godono di un vantaggio comparato. Nello stesso tempo esse stipulano un *interest rate swap*, dove la Società A si pone come *floating rate payer* (pagando un tasso variabile pari al *Libor* a 6 mesi) e la Società B come *fixed rate payer* (pagando un tasso fisso del 4,35%). Il capitale nozionale dello swap è uguale a $10 milioni (quindi di ammontare uguale al finanziamento ottenuto dalle società). La figura 1.11 riassume graficamente la situazione.

Figura 1.11[69] *Swap* tra Società A e Società B

Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.168.



[67] Da queste differenze si nota che il mercato del credito a tasso fisso è più sensibile alla qualità del prenditore rispetto a quello a tasso variabile. Di conseguenza, per le società a basso rating, l'indebitamento a tasso fisso risulta relativamente più oneroso. Per approfondimenti vedi: F. PATERNOLLO, P. TARDINI, *Il rischio di interesse in Italia*, Milano, Edibank, 1991.

[68] Il vantaggio comparato della Società B nel comparto a tasso variabile non significa che la Società B paghi meno della Società A, ma che il suo svantaggio è inferiore in questo comparto rispetto al comparto a tasso fisso.

[69] La figura è ripresa dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.168.

Analizzando i pagamenti delle due società si evince che entrambe le società sono coinvolte in tre tipi di pagamento:

La Società A

1. Paga il 4% ai finanziatori esterni;
2. Riceve il 4,35% annuo dalla Società B;
3. Paga il Libor alla Società B.

In definitiva, la Società A paga un tasso variabile pari al Libor – 0,35% annuo. Si ricorda che se avesse chiesto un finanziamento a tasso variabile avrebbe pagato un tasso pari al Libor – 0,1%. Essa consegue quindi un risparmio pari a 0,25% all'anno.

La Società B

1. Paga il Libor + 0,6% ai finanziatori esterni;
2. Riceve il Libor dalla Società A;
3. Paga il 4,35% annuo alla società A.

In definitiva, la Società B paga un tasso fisso pari a 4,95% annuo, quindi, 0,25% all'anno in meno rispetto a quanto avrebbe pagato se avesse ottenuto il finanziamento a tasso fisso direttamente nel mercato.

Lo swap ha quindi migliorato le condizioni di raccolta di entrambe le società dello 0,25%, per un guadagno complessivo pari a 0,5% annuo.

In generale il guadagno complessivo derivante da uno *swap* su tassi di interesse è uguale a $|a - b|$ dove a è la differenza tra i tassi fissi offerti alle società mentre b è la differenza tra i tassi variabili offerti alle due società nel mercato a tasso variabile[70].

In conclusione si può affermare che lo *swap* ha permesso alle società non solo di ottenere la tipologia di finanziamento desiderato ma anche di ridurre ulteriormente i costo dell'indebitamento.

[70] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.168.

1.3.2 Strumento di asset liability management

Gli *swaps* trovano un ampio utilizzo all'interno delle società come strumenti che permettono di coprirsi da sfavorevoli variazioni di variabili di mercato come i tassi di interesse, tassi di cambio ecc.. In pratica, essi intervengono sul livello di rischio di un'attività (*asset*) o passività (*liability*) aziendale andando a modificare le caratteristiche dei flussi di cassa associate a quest'ultime.

In questa prospettiva gli *swaps* vengono visti come degli strumenti di *asset liability management* e il loro utilizzo è principalmente legato alla[71]:

- gestione delle discordanze nelle scadenze (*mismatching*);
- creazione di strumenti finanziari sintetici.

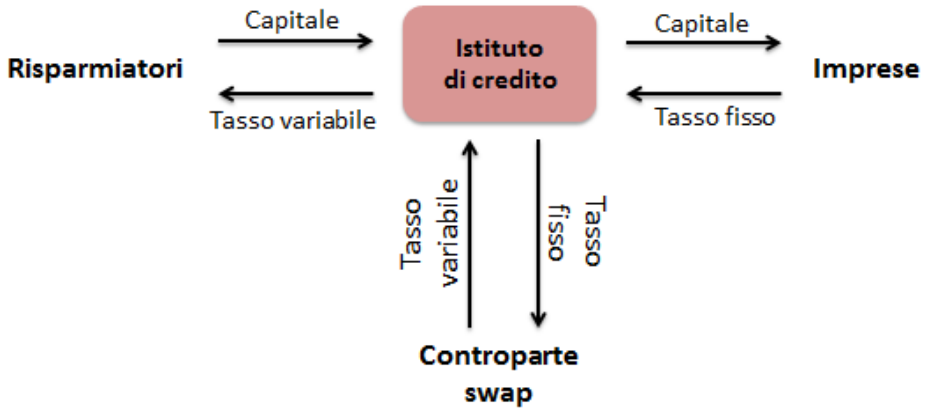
Nel primo caso l'operazione di *swap* è finalizzata a migliorare la corrispondenza temporale tra attività e passività, trasformando le caratteristiche dei relativi flussi finanziari.

Un istituto di credito, ad esempio, potrebbe essere interessato ad utilizzare gli *swaps* proprio per questa finalità. Il bilancio dell'istituto di credito è caratterizzato da un attivo a medio lungo termine (prestiti concessi alle imprese) e da un passivo a breve termine (raccolta presso i risparmiatori). I flussi in entrata sono quindi immobilizzati per un periodo temporale medio – lungo e fruttano un tasso di interesse fisso mentre i flussi in uscita dipendono dall'andamento del mercato.

Questo squilibrio temporale tra le scadenze dell'attivo e del passivo espone la banca al rischio di tasso di interesse. Un'evoluzione sfavorevole dei tassi di interesse avrebbe conseguenze negative sul margine di interesse, costituito dalla differenza tra tassi attivi e quelli passivi.

[71] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp.89-92.

Figura 1.12 Un'operazione di *asset liability management*
Fonte: G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati*, p.91.



Se, ad esempio, la banca ha concesso finanziamenti con durata quinquennale al tasso del 5,2% e raccoglie fondi attraverso l'emissione di certificati di deposito a scadenza semestrale, se gli interessi passivi sui certificati di deposito aumenta superando la soglia del 5,2%, la banca si troverebbe di fronte a perdite disastrose[72].

Per coprirsi da tale rischio potrebbe risultare conveniente stipulare un *interest rate swap* nel quale la banca paga un tasso di interesse fisso e riceve dalla controparte un tasso di interesse variabile. In questo modo essa riesce a trasformare le sue attività a tasso fisso in attività a tasso variabile. Quest'ultimo risulta strettamente correlato al tasso di interesse pagato sulle passività, e pertanto si riduce l'esposizione della banca al rischio di interesse.

Un ulteriore utilizzo degli *swaps* quali strumenti di *asset liability management* prevede la loro combinazione con attività o passività di bilancio al fine di modificare le caratteristiche dei loro flussi di cassa nella forma voluta. Si creano in questi casi degli strumenti finanziari "sintetici" chiamati a seconda dei casi, *asset swap* (combinazione tra un attività di bilancio e *swap*) o *liability swap* (combinazione tra una passività di bilancio e *swap*).

Si può, ad esempio pensare ad una società che desideri stipulare un finanziamento a tasso fisso ma la situazione del mercato creditizio non le consente di usufruire di tassi convenienti. In

[72] L'esempio prende spunto dall'esempio riportato nel testo G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp. 90-91.

questo caso si potrebbe accendere un finanziamento a tasso variabile e contemporaneamente stipulare uno *swap* ponendosi nella posizione di *fixed rate payer*. La combinazione delle due operazioni (finanziamento a tasso variabile e *fixed to floating swap*) porta alla formazione di un *liability swap* il risultato del quale corrisponde al pagamento di un tasso fisso come la società desiderava. Si propone in seguito un esempio numerico.

Esempio 1.11[73]

Si supponga che Microsoft e Intel si siano finanziate ciascuna per $ 100 milioni. Microsoft paga un tasso variabile pari al Libor + 10 punti base mentre la Intel si è finanziata al tasso fisso del 5,2%.

Si suppone che la Microsoft desideri convertire il finanziamento a tasso variabile in un finanziamento a tasso fisso in quanto teme un rialzo del tassi di interesse. La Intel, invece, desidera trasformare il suo finanziamento a tasso fisso in uno a tasso variabile.

Al fine di modificare i propri finanziamenti , le due società decidono di stipulare un contratto di *swap*. La Microsoft si pone come *fixed rate payer* mentre la Intel come *floating rate payer*. La combinazione delle due operazioni porta al seguente risultato:

La Microsoft:

- Paga il Libor + 0,1% ai finanziatori esterni;
- Riceve il Libor in base alle condizioni fissate nello *swap*;
- Paga il 5% annuo in base alle condizioni fissate nello *swap*.

L'effetto netto è che Microsoft paga il 5,1% annuo. Essa è quindi riuscita a trasformare il finanziamento a tasso variabile in un finanziamento a tasso fisso.

Nello stesso modo, la Intel utilizza lo swap per modificare il proprio finanziamento. I flussi per questa società sono i seguenti:

La Intel:

- Paga il 5,2% annuo ai finanziatori esterni;

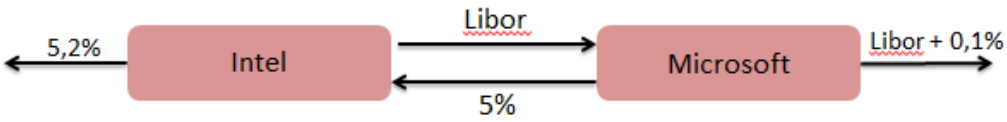
[73] L'esempio prende spunto dall'esempio 7.4 e 7.5 del testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.162.

- Riceve il 5% annuo in base alle condizioni fissate nello *swap*;
- Paga il *Libor* in base alle condizioni fissate nello *swap*.

Dalla combinazione di questi flussi risulta che Intel paga il Libor + 0,2% annuo. La società è quindi riuscita a trasformare il finanziamento a tasso fisso in un finanziamento a tasso variabile. La figura 1.13 rappresenta graficamente la combinazione dell'operazione di finanziamento con lo *swap*.

Figura 1.13 Combinazione tra una passività e uno *swap*

Fonte: Figura 7.2 J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.162.



Gli *swaps* possono essere altresì affiancati ad attività di bilancio con l'intento di trasformare le caratteristiche dei flussi che provengono da esse. Se, ad esempio, l'attività rende un tasso fisso ma si desidera ricevere un tasso variabile, all'operazione di investimento si abbina anche uno *swap* nel quale ci si pone come *fixed rate payer*. Viceversa nel caso si possieda un'attività che rende un tasso variabile ma si desideri ricevere un tasso fisso. In questo caso dalla combinazione dell'attività con lo *swap* si forma un'attività sintetica o un *asset swap*. L'esempio 1.12 illustra le caratteristiche e il funzionamento di un'operazione di *asset swap*.

Esempio 1.12[74]

Si supponga che Microsoft abbia in portafoglio obbligazioni a 3 anni, con valore nominale pari a $100 milioni e tasso di rendimento pari al 4,7% annuo. Si supponga anche che la Intel abbia effettuato un investimento che rende il Libor meno 20 punti base. Le due società vogliono trasformare le loro attività da tasso fisso a tasso variabile e viceversa.

[74] L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.163.

Si supponga che le due società utilizzino lo *swap* per modificare le caratteristiche dei flussi delle loro attività. Si ricorda che lo *swap* prevede lo scambio di un tasso fisso del 5% annuo (Microsoft è il *fixed rate payer*) contro il Libor (Intel è il *floating rate payer*).

Dalla combinazione delle due operazioni risulta che la Microsoft:

- riceve il 4,7% annuo sulle obbligazioni;
- paga il 5% annuo in base alle condizioni fissate nello *swap*;
- riceve il *Libor* in base alle condizioni fissate nello *swap*.

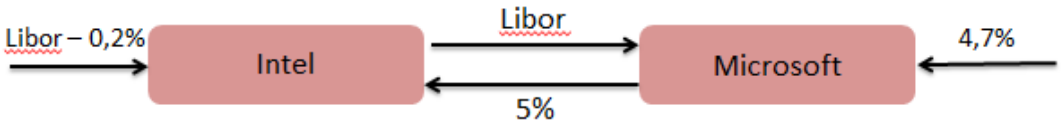
Il risultato della combinazione è che Microsoft riceve il *Libor* meno 30 punti base. La società è quindi riuscita a modificare il profilo dei flussi associati alle obbligazioni tramite lo *swap*. Tali flussi dipendono ora dall'andamento del tasso *Libor*.

Dall'altra parte la Intel:

- riceve il *Libor* meno 20 punti base sul suo investimento;
- paga il *Libor* in base alle condizioni fissate nello *swap*;
- riceve il 5% annuo in base alle condizioni fissate nello *swap*.

L'effetto netto è che Intel riceve il 4,8% annuo. La società ha quindi trasformato un'attività a tasso variabile in un'attività a tasso fisso. La figura 1.14 rappresenta graficamente la combinazione delle due operazioni.

Figura 1.14[75] Combinazione tra una attività e uno *swap*
Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.163.



[75] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.163.

1.3.3 Strumento speculativo

Così come gli altri strumenti derivati, gli *swaps* possono essere impiegati con finalità speculative, quindi con l'intento di ottenere un profitto da negoziazione pura[76].

In questo caso l'obiettivo è quello di conseguire un utile scommettendo sull'andamento dei tassi di interesse, dei saggi di cambio o altre variabili di natura finanziaria. A seconda delle aspettative sull'evoluzione di queste variabili , l'operatore assume una posizione rialzista o ribassista nei confronti di una certa variabile finanziaria e decide di porsi nella posizione di *fixed rate payer* oppure *floating rate payer* in un'operazione di *swap*.

Se l'operatore, per esempio, ritiene altamente probabile un aumento dei tassi di interesse nel breve periodo, stipulerà lo *swap* ponendosi nella posizione di *fixed rate payer* con l'intento di beneficiare dell'aumento dei tassi di mercato.

1.4 I rischi dell'operazione di *swap*

La conclusione di un'operazione di *swap* non è priva di rischi per le parti contraenti. Queste ultime con la stipula di tale contratto si troveranno di fronte a rischi di diversa natura, che si manifestano con differente intensità in relazione alla particolare tipologia di contratto posto in essere. Nei paragrafi che seguono si descrivono le principali categorie di questi rischi.

1.4.1 Il rischio di mercato

Il rischio di mercato si presenta come rischio di prezzo ed è legato all'andamento di variabili finanziarie come i tassi di interesse, i tassi di cambio, gli indici di borsa, ecc.[77].

Tale rischio è quindi determinato da un andamento delle variabili diverso da quello che l'operatore in *swap* si attendeva nel momento della stipula del contratto e assume una

[76] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., p. 93.

[77] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp. 93-94.

forma diversa a seconda della tipologia di *swap* posta in essere. Ad esempio, se le parti hanno stipulato un *plain vanilla swap*, il rischio di prezzo si presenta come rischio di interesse, mentre in un *currency swap*, tale rischio si presenta come rischio di cambio.

Un operatore che ha stipulato uno *swap* ponendosi come *fixed rate payer* si troverebbe esposto al rischio di tasso di interesse nel caso in cui i tassi di mercato scendessero al di sotto dei livelli attesi. In tal caso l'operatore potrebbe subire una perdita in quanto il valore attuale dei pagamenti a tasso fisso potrebbe rivelarsi superiore a quello dei flussi a tasso variabile ricevuti.

1.4.2 Il rischio di credito

Gli *swaps*, come gli altri strumenti negoziati nei mercati *over the counter*, sono frutto di contrattazioni private tra le parti che spesso si traducono in clausole molto complesse. Questa caratteristica, assieme alla mancanza di una controparte centrale che garantisca il buon fine delle operazioni (figura tipica dei mercati regolamentati), comporta per gli operatori l'esposizione a elevati rischi di credito[78].

Il rischio di credito in un'operazione di *swap* è legato all'eventualità che una parte risulti inadempiente e non provveda al pagamento dei flussi previsti dal contratto. L'esposizione degli operatori a tale rischio risulta molto influenzata dalle caratteristiche dell'operazione stessa[79].

Il fatto che in uno *swap* non si proceda allo scambio del capitale nozionale annulla il rischio di capitale (*loss of principal*) mentre la liquidazione degli importi differenziali contribuisce a ridurre il rischio di credito[80]. Da questo si evince che il rischio di credito relativo a tale operazione è inferiore al rischio di credito relativo ad un prestito. Fanno

---

[78] CONSOB, audizione del direttore dot. Tezzon. A., 2007, "Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati", VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, pp. 3-4.

[79] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp. 94-95; J.HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 181-183.

[80] La liquidazione degli importi differenziali consente di eliminare una fattispecie del rischio di credito che è il rischio di regolamento o rischio di consegna. Questo rischio è presente qualora le parti debbano eseguire contemporaneamente le proprie obbligazioni e consiste nel fatto che una parte adempie al proprio obbligo di pagamento o consegna ma non riceve dalla controparte il pagamento oppure la consegna dovuta. Per approfondimenti vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 2-11.

distinzione i *currency swaps* nei quali si effettua lo scambio dei capitali in valuta. Il rischio di credito di questa tipologia di *swaps* è superiore rispetto a quello che caratterizza gli *swaps* che non prevedono lo scambio dei nozionali.

La misura del rischio di credito non dipende dal valore nozionale dell'operazione ma dal valore di mercato dello *swap*. La parte che risulta esposta a tale rischio è quella per la quale il valore di mercato dello swap risulta positivo. Essa subirebbe quindi una perdita pari a questo valore nel caso in cui la controparte (per la quale il valore di mercato dello *swap* risulta negativo) risultasse insolvente. L'esposizione creditizia è quindi pari al valore di mercato dello *swap* se questo risultasse positivo ed è nulla se tale valore è negativo.

L'insolvenza di una parte può essere dovuta ad un andamento sfavorevole delle variabili di mercato che comportano un valore negativo dello *swap* per essa. Da questo si evince che esiste uno stretto collegamento tra il rischio di prezzo e quello di credito. Tuttavia bisogna distinguere tra queste due tipologie di rischio, in quanto il rischio di prezzo è legato alle variazioni delle variabili di mercato ed è possibile coprirsi da tale rischio stipulando un contratto di segno opposto. Il rischio di credito è legato alla possibile insolvenza della controparte ed è meno facile da coprire.

Di fronte all'inadempimento della controparte, l'operatore in *swap* si trova esposto ad un ulteriore rischio, il rischio di sostituzione[81]. Esso dovrà quindi sostenere un costo per cercare una controparte disposta a subentrare al posto del soggetto inadempiente e stipulare con essa un contratto sostitutivo (sulla base di condizioni di mercato che possono essere diverse da quelle in qui è stato stipulato lo *swap*) per ricreare i flussi provenienti dallo *swap*.

1.4.3 Altri rischi

Accanto al rischio di mercato e al rischio di credito, ci sono anche altre tipologie di rischio che caratterizzano le operazioni in *swaps*.

[81]F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p.6.; G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., p.95;

Una forma di rischio legata allo *swap* quale strumento *over the counter* è il rischio di liquidità. Questo rischio deriva dalla mancanza o dallo scarso spessore della domanda o dell'offerta di tali strumenti che rende difficile o impossibile la liquidazione di una posizione.

Una misura della liquidità di uno strumento finanziario è la differenza dei prezzi tra domanda e offerta. Tanto più questi prezzi si avvicinano l'uno all'altro tanto più lo strumento è liquido. Prezzo disallineati sono sintomo di un mercato poco liquido[82].

Un'ulteriore tipologia di rischio che può derivare dall'utilizzo degli *swaps* è il rischio operativo[83]. Tale rischio si riferisce a perdite di efficienza operativa causate da inadeguati comportamenti umani, da sistemi organizzativi non funzionali e da sistemi informativi carenti. Anche se i casi di manifestazione di tale rischio sono marginali, le entità possono trovarsi di fronte a perdite inattese rilevanti a causa dell'elevata sofisticazione finanziaria che caratterizza gli *swaps* e della difficoltà di definire responsabilità operative e procedure di controllo per il corretto utilizzo di tali strumenti. Per far fronte al rischio operativo le società devono munirsi di un adeguato sistema informativo e di un penetrante controllo interno.

Accanto a queste forme tradizionali di rischio, gli operatori in *swaps* possono trovarsi di fronte a ulteriori tipologie di rischio del tutto nuove e difficilmente quantificabili come il rischio legale e il rischio di reputazione che possono compromettere il legame con gli interlocutori e quindi avere dei pesanti riflessi sul valore aziendale[84].

Il rischio legale consiste nel rischio di perdite derivanti da problematiche relative ai contratti conclusi, all'incertezza del quadro normativo presente in diversi paesi e all'incertezza del regime giuridico applicabile a fattispecie complesse e a contratti nuovi.

---

[82] F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p.17.

[83] E. ANGELINI, *Il credit default swap nella gestione del rischio di credito: dinamiche e determinanti del CDS spread*, Torino, Giappichelli, 2013, p.22; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., p.18.

[84] BANCA D'ITALIA, audizione del direttore dot. Saccomani. F., 2007, "Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati", VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, p. 13.

Il rischio di reputazione invece consiste nel rischio di perdite derivanti da una pubblicità negativa che comporta effetti negativi per l'entità, come la perdita di clientela, la perdita di quote di mercato o la riduzione delle entrate[85].

1.4.4 Il nuovo regolamento per i derivati OTC – Regolamento EU 648/2012[86]

Nei paragrafi precedenti si è avuto modo di vedere le funzioni che svolgono gli *swaps*. Si può quindi dire che questi strumenti, così come tutti gli strumenti derivati negoziati nei mercati over the counter, svolgono un ruolo molto importante nell'economia. Si è anche visto come a questi strumenti vengono associate diverse tipologie di rischio. La crisi finanziaria che si è manifestata nei mercati finanziari ha mostrato che questi rischi non sono sufficientemente mitigati e che bisogna rafforzare il mercato dei derivati OTC.

A tal fine Il 25 settembre 2009 i leader del G-20 si sono riuniti a Pitsburg e hanno convenuto che al più tardi entro la fine del 2012 i derivati OTC standardizzati devono essere trattati all'interno di mercati regolamentati oppure su piattaforme che fanno uso di procedure di compensazione.

In seguito all'aumento dell'attenzione verso gli strumenti derivati, la Commissione Europea ha deciso di analizzare dei possibili interventi da intraprendere per migliorare la regolamentazione e il funzionamento dei mercati al fine di tutelare la loro integrità e solidità.

Il lavoro si è concretizzato in una proposta di regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni (Regolamento UE 648/2012 conosciuto come Regolamento EMIR). Il regolamento è entrato in vigore il 16 agosto 2012 e propone un quadro normativo di riferimento per i contratti derivati OTC e tutti i soggetti coinvolti nelle operazioni, ovvero le controparti centrali, i repertori di dati, le controparti finanziarie e non finanziarie.

---

[85] Per approfondimenti vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, op. cit., pp. 20-21.

[86] Quanto riportato in questo paragrafo è ricavato dal testo del Regolamento UE 648/2012 e dai siti web http://www.esma.europa.eu/page/Trade-repositories; http://www.consob.it/main/mercati/Regolamento_EMIR/index.html; http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm;http://www.borsaitaliana.it/derivati/idem-magazine/febbraio2012/mip.htm; http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/gli-strumenti-derivati-otc-i-nuovi-scenari-normativi.

Il regolamento identifica tre categorie di soggetti ai quali viene applicato:

1. controparti finanziarie[87]: si tratta di soggetti professionali come banche, SIM, assicurazioni, società di gestione del risparmio, ecc.
2. controparti non finanziarie[88]: si tratta di imprese commerciali che non rientrano nella categorie delle imprese finanziarie e che stipulano derivati OTC per esigenze legate allo svolgimento della loro attività imprenditoriale.

Esso prevede una serie di obblighi informativi e di condotta al fine di raggiungere un maggior livello di trasparenza e ridurre il rischio sistemico sul mercato dei derivati negoziati OTC. In particolare prevede:

- obbligo di compensazione[89] dei derivati OTC standardizzati: quest'ultimi devono essere trattati all'interno di mercati regolamentati o su piattaforme che facciano ricorso a procedure di compensazione gestire da controparti centrali.
- regole di contenimento del rischio per i derivati non soggetti all'obbligo di compensazione: sono previsti dei requisiti patrimoniali più stringenti per gli operatori finanziari che concludono derivati OTC che non possiedono le caratteristiche per la compensazione.
- obbligo di reporting dei contratti derivati stipulati ad una *trade repository*[90] autorizzata o riconosciuta dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*): l'obbligo di effettuare il reporting cade non solo sulla controparte centrale ma anche sulle controparti del contratto appartenenti alle categorie viste sopra. Il reporting è considerato molto importante in quanto aumenta la

[87] Viene definita "controparte finanziaria" un'impresa di investimento autorizzata ai sensi della direttiva 2004/39/CE, un ente creditizio autorizzato ai sensi ella direttiva 2006/48/CE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 73/239/CEE, un'impresa di assicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2002/83/CE, un'impresa di riassicurazione autorizzata ai sensi della direttiva 2005/68/CE, un OICVM e, se del caso, la sua società di gestione, autorizzata ai sensi della direttiva 2009/65/CE, un ente pensionistico aziendale o professionale ai sensi dell'articolo 6, lettera a), della direttiva 2003/41/CE e un fondo di investimento alternativo gestito da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della direttiva 2011/61/UE; Definizione ripresa da Reg UE 648/2012, art.2. co.8.

[88] Viene definita "controparte non finanziaria" un'impresa stabilita nell'Unione diversa dalle controparti centrali e dalle controparti finanziarie. Definizione ripresa da Reg UE 648/2012, art. 2, co. 9.

[89] La "compensazione" è definita come la procedura intesa a determinare le posizioni, tra cui il calcolo delle obbligazioni nette, e ad assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dalle posizioni. Definizione ripresa da Reg. UE 648/2012, art. 2, co. 3.

[90] Il *trade repository* (repertorio di dati sulle negoziazioni) è una persona giuridica che raccoglie e conserva in modo centralizzato le registrazioni sui derivati. Definizione ripresa da Reg UE 648/2012, art. 2, co. 2.

trasparenza post negoziazione permettendo quindi di avere un quadro chiaro sull'andamento del mercato dei derivati.

Si nota quindi che nelle negoziazioni che si svolgono nel mercato OTC le due controparti del contratto non operano direttamente l'una con l'altra. Tra di loro si interpone una controparte centrale[91], la quale agisce come acquirente nei confronti del venditore e come venditore nei confronti dell'acquirente. Spetta ad essa il compito di compensare le obbligazioni reciproche delle due parti e di assicurare l'esecuzione della prestazione restante.

Per quanto riguarda i derivati soggetti all'obbligo di compensazione (quindi i derivati OTC standardizzati), il regolamento non prevede espressamente le categorie dei derivati soggette a tale obbligo. È compito dell'ESMA sviluppare degli standard tecnici che contengano dei criteri orientativi per l'ammissibilità dei derivati come "standardizzati" e quindi sottoposti a compensazione[92].

Infine, la mancata osservazione degli obblighi previsti dal Regolamento comporta delle sanzioni la determinazione delle quali è competenza dei singoli Stati[93].

1.5 La valutazione degli *swaps*

In questo paragrafo verranno affrontate due modalità di valutazione dei contratti *swaps*, facendo riferimento ai contratti *interest rate swap* (IRS). Prima di presentare i due modelli ci si sofferma in una breve introduzione sulla valutazione in momenti diversi della vita del contratto[94].

Gli *swaps* sono strutturati in modo tale che, nella data di negoziazione, le prestazioni delle due parti siano connesse ai tassi di interesse correnti nei mercati. Per questo motivo il contratto è *par* e ha un valore nullo per entrambe le parti. Spesso però succede che il contratto in questa data abbia un valore negativo. In questo caso si è in presenza di un contratto che non riflette le condizioni di mercato dei tassi, ed è quindi un

[91] Viene definita "controparte centrale" una persona giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente. Definizione ripresa da Reg. UE 648/2012, art. 2, co. 1.
[92] Per approfondimenti vedi: Reg. 648/2012, art. 5, co. 2.
[93] Per approfondimenti vedi: Reg. 648/2012, art. 12.
[94] CONSOB, audizione del direttore dot. Tezzon. A., 2007, Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati", Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, pp. 2-3.

contratto *non par*. Una delle parti del contratto si trova di fronte a delle condizioni penalizzanti. Al fine di riequilibrare le posizioni, viene ad essa offerto un *up-front* che consiste in un pagamento che dovrebbe essere pari al valore negativo dello *swap*.

Successivamente alla data di negoziazione, il valore del contratto cambia per effetto delle variazioni dei tassi di interesse, assumendo un valore diverso da zero.

1.5.1 *Interest rate swap* come portafoglio di obbligazioni[95]

Un primo metodo di valutazione degli *interest rate swaps* consiste nel considerarli come un portafoglio di due obbligazioni, una corta e una lunga.

Si suppone a tal fine che alla scadenza dello *swap* vengono scambiati anche i capitali. Questo non comporterebbe alcun mutamento nel valore del contratto in quanto i capitali scambiati sono nella stessa valuta e dello stesso ammontare. Sotto questa ipotesi, uno *swap* dove si riceve il tasso fisso e si paga il tasso variabile può essere considerato come un portafoglio con una posizione lunga in un titolo a tasso fisso e una posizione corta in un titolo a tasso variabile. Il valore di questo portafoglio (e quindi anche dello *swap*) può essere calcolato come differenza dei valori dei due titoli:

$$V_{swap} = B_{fix} - B_{fl}$$

Dove: V *swap* è il valore corrente dello *swap*;

B *fix* è il valore del titolo a tasso fisso;

B *fl* è il valore del titolo a tasso variabile.

Seguendo lo stesso ragionamento, il valore dello *swap* dove si riceve il tasso variabile e si paga il tasso fisso è uguale al valore di un portafoglio con una posizione lunga in un titolo a tasso variabile e una posizione corta in un titolo a tasso fisso. Come prima, il valore dello *swap* equivale al valore che risulta dalla differenza dei valori dei titoli:

$$V_{swap} = B_{fl} - B_{fix}$$

[95] Le informazioni riguardanti questo paragrafo sono ricavate dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 171-173.

A questo punto la procedura di valutazione dello *swap* si "trasforma" nella valutazione di titoli obbligazionari.

Il valore del titolo a tasso fisso B *fix* viene determinato come somma dei valori attuali dei pagamenti. Per l'attualizzazione può essere utilizzato un unico tasso per tutte le scadenze, oppure, al fine di avere dei risultati più precisi, vengono utilizzati gli *zero rates*[96] per ciascuna scadenza[97]. Nelle obbligazioni, i pagamenti periodici corrispondono alle cedole e il pagamento alla scadenza consiste nel valore nominale (altrimenti chiamato valore facciale). Nel caso dello *swap* si tratta quindi di attualizzare i pagamenti periodici rappresentati dagli interessi fissi e il capitale nozionale scambiato alla scadenza del contratto.

Per determinare il valore del titolo a tasso variabile B*fl* bisogna considerare che, immediatamente dopo il pagamento degli interessi, questo valore torna sempre ad essere uguale al capitale nozionale, L (dato che a tale data il debitore si impegna a pagare il tasso variabile per il successivo periodo di godimento).

Si pensi, ad esempio, che nell'ultima data di pagamento siano stati determinati gli interessi da pagare nella data successiva di pagamento t*, e questi sono pari a k*. Immediatamente dopo il pagamento di questi interessi il valore del titolo ritornerà ad essere pari al valore del nozionale, L. Da cui si evince che immediatamente prima del pagamento degli interessi k*, il valore del titolo è uguale a B *fl* = L + k*.

Questo risultato ci suggerisce che il titolo a tasso variabile può essere considerato come un titolo che offre, al tempo t*, un unico pagamento pari a L+k*. Per determinare il valore corrente del titolo è quindi necessario attualizzare tale pagamento in base al tasso *zero rate* corrispondente alla scadenza t*. Supponendo che tale tasso sia pari a r*, il valore B *fl* può essere calcolato applicando la seguente formula:

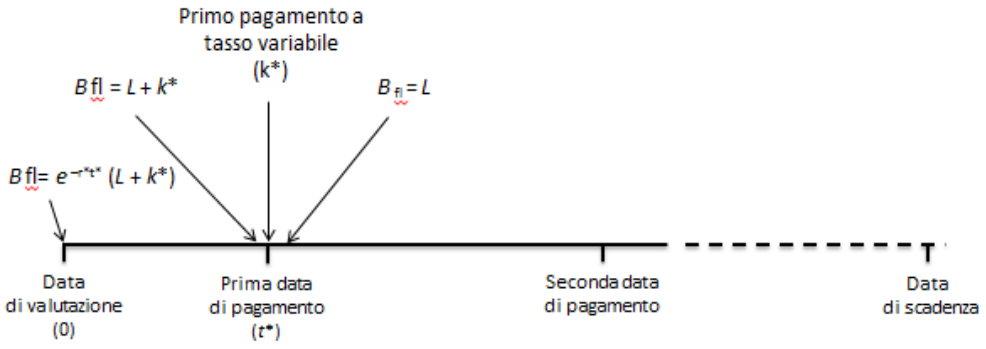
$$B_{fl} = (L + k^*)\, e^{-r^* t^*}$$

[96] Lo *zero rate* a *n* anni (abbreviazione per *zero – coupon rate* a *n* anni) è il tasso d'interesse relativo a un investimento che inizia oggi a dura n anni. Non sono previsti pagamenti intermedi. Il capitale e gli interessi vengono incassati dopo *n* anni. Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p. 89.

[97] La procedura per la determinazione dei *Libor swap zero rates* è riportata in appendice.

La figura 1.15 mostra graficamente il valore del titolo a tasso variabile nei diversi momenti.

Figura 1.15 Valutazione di un titolo a tasso variabile
Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p. 172.



Dopo il calcolo del valore del titolo a tasso fisso e quello a tasso variabile, la procedura di determinazione del valore del *plain vanilla swap* termina con il calcolo della differenza tra i valori dei due titoli.

In seguito viene riportato un esempio dimostrativo del metodo di valutazione appena esposto.

Esempio 1.13[98]

Una banca si è impegnata a pagare il Libor a sei mesi, contro l'8% annuo (composto semestralmente) su un capitale di $100 milioni. Lo *swap* ha una vita residua di 1,25 anni. I Libor *zero rates*, composti continuamente, a 3, 9 e 15 mesi sono pari, rispettivamente, al 10%, 10,5% e 11%. Il Libor a sei mesi osservato nell'ultima data di pagamento era pari a 10,2% (composto continuamente).

I calcoli per valutare lo *swap* sono riportati nella tabella 1.5.

[98] L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p. 172-173.

Tabella 1.5 [99] Un *interest rate swap* come portafoglio di due obbligazioni

Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p. 172.

Scadenza (anni)	*Fattore di attualizzazione*	*Titolo a tasso fisso ($ mln)*		*Titolo a tasso variabile ($ mln)*	
		Pagamento	*Valore attuale*	*Pagamento*	*Valore attuale*
0,25	0,9753	4	3,901	105,1	102,505
0,75	0,9243	4	3,697		
1,25	0,8715	104	90,640		
			98,238		102,505

I pagamenti previsti dal titolo a tasso fisso sono pari a $4, $4 e $104 milioni. I fattori si attualizzazione sono calcolati sulla base degli *zero rates* e sono rispettivamente: $e^{-0,1x0,25} = 0,9753$; $e^{-0,105x0,75} = 0,9243$; $e^{-0,11x1,25} = 0,8715$. Moltiplicando il pagamento per il rispettivo fattore di attualizzazione viene calcolato il suo valore attuale. Infine, il valore del titolo a tasso fisso viene calcolato come somma dei valori attuali e corrisponde a $98,238 milioni.

Conoscendo il valore del Libor a 6 mesi osservato nell'ultima data di pagamento, si procede al calcolo degli interessi a tasso variabile k* che si dovranno pagare nella successiva data di pagamento t* (=0,25).

$$k^* = (0,5 \times 0,0,102 \times \$\ 100) = \$5,1 \text{ milioni}$$

Il titolo a tasso variabile può quindi essere valutato come un titolo che offre un unico pagamento pari a $105,1 milioni tra 3 mesi. Moltiplicando tale valore per il fattore di attualizzazione si trova che il valore attuale del titolo a tasso variabile è pari a $102,505milioni (= $105,1milioni x 0,9753).

Il valore corrente dello *swap* è pari alla differenza tra i prezzi dei due titoli.

$$V_{swap} = \$\ 98,238 - \$\ 102,505 = -\ \$4,\ 267 \text{ milioni}$$

Lo *swap* ha quindi un valore negativo per la banca. Se l'istituzione finanziaria si fosse posta nella posizione di *floating rate payer*, il valore del contratto sarebbe stato positivo e pari a $4,267 milioni.

[99] Tabella ripresa dal testo testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p. 172.

1.5.2 Interest Rate Swap come portafoglio di Forward Rate Agreements

Prima di analizzare il secondo metodo di valutazione degli *swaps* su tassi di interesse considerandoli come portafogli di *forward rate agreements*, si fa in seguito una breve presentazione di questi ultimi per agevolare la comprensione del metodo[100].

I *forward rate agreements* (FRAs) sono contratti *forward* in cui due parti decidono di comune accordo il tasso di interesse da applicare a un certo capitale per un certo periodo di tempo futuro. In generale l'assunzione sottostante è che il tasso di interesse utilizzato per valutare il contratto sia rappresentato dal Libor.

Si consideri un contratto FRA stipulato tra due società, X e Y. La società X si impegna a finanziare la società Y per il periodo tra T1 e T2.

Siano:

R*k*: il tasso di interesse fissato nel FRA;

R*f*: il tasso Libor *forward* per il periodo tra T1 e T2, osservato oggi[101];

R*m*: il tasso Libor *spot* osservato al tempo T1 per la scadenza T2;

L: il capitale nozionale del contratto;

Si assume che la frequenza di capitalizzazione degli interessi non sia continua ma risulti coerente con la lunghezza del periodo a cui si riferiscono i tassi sopra riportati. Quindi se T2 – T1= 0,5 la frequenza di capitalizzazione è semestrale; se T2 – T1 = 0,25 la frequenza è trimestrale; e così via.

In assenza del FRA la società X avrebbe ricevuto dalla società Y il tasso R*m* che si osserva in T1. Tramite il FRA essa blocca il tasso di interesse da ricevere al livello R*k*. Al tempo T2 la società X riceve dalla società Y la differenza R*k* - R*m* se R*k* > R*m*, oppure paga alla società Y la differenza R*m* - R*k* se R*m*>R*k*.

Di conseguenza il pagamento a favore di X al tempo T2 è:

---

[100] J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 95-98.

[101] I tassi *forward* vengono calcolati in base alla Libor *zero curve*, stimata con il metodo *bootstrap*, riportato in appendice.

$$L\,(Rk - Rm)(T2 - T1) \qquad (1)$$

mentre il pagamento a favore di Y al tempo T2 e:

$$L(Rm - Rk)(T2 - T1) \qquad (2)$$

Basandosi sulle due equazioni di cui sopra, un FRA può essere interpretato come un accordo in base al quale:

- La società X riceve gli interessi sul capitale L tra T1 e T2 al tasso fisso Rk e paga gli interessi sullo stesso capitale per lo stesso periodo di tempo al tasso spot di mercato Rm;
- La società Y riceve gli interessi sul capitale L tra T1 e T2 al tasso *spot* di mercato Rm e paga gli interessi sullo stesso capitale, per lo stesso periodo di tempo al tasso fissato FRA Rk;

Si nota che questa interpretazione degli accordi di *forward rate agreement*, secondo la quale questi ultimi prevedono lo scambio di flussi sulla base di due tassi di interesse, uno fissato in fase di accordo contrattuale, l'altro osservato sul mercato, i quali vengono applicati ad un capitale nozionale che rimane costante per tutta la durata dell'operazione, induce a vedere un FRA come un *plain vanilla swap* che prevede un unico scambio di pagamenti. Analogamente gli *swaps* possono essere interpretati come un portafoglio di *forward rate agreements*.

Ritornando ai *forward rate agreements* si precisa che essi vengono generalmente liquidati al tempo T1 visto che in questo momento è noto anche il valore del tasso *Rm*. In questo caso i *payoff* vanno attualizzati da T2 a T1 come in seguito:

Il *payoff* a favore della società X è pari:

$$\frac{L(R_K - R_M)(T_2 - T_1)}{1 + R_M(T_2 - T_1)}$$

Il *payoff* a favore della società Y è pari:

$$\frac{L(R_M - R_K)(T_2 - T_1)}{1 + R_M(T_2 - T_1)}$$

Prima di procedere alla valutazione dei *forward rate agreement*, si precisa che il valore di un FRA è nullo quando il tasso di interesse fissato nel FRA è uguale al tasso Libor *forward* per il periodo T1 – T2 osservato nel momento dell'accordo (Rk =RF). Condizione che di solito si verifica quando si negozia un FRA.

Si considerino due FRAs. Il primo promette di ricevere un tasso pari a R_K sul capitale L nel periodo tra T1 e T2. Il secondo promette di ricevere il tasso *forward* R_F sullo stesso capitale, nello stesso periodo. Si nota che i due contratti differiscono l'uno dall'altro solo per il tasso di interesse che promettono di pagare, gli altri parametri sono uguali. Ne consegue che la differenza di valore tra i due FRAs è pari al valore attuale della differenza tra i pagamenti per interessi[102], quindi:

$$L(R_K - R_F)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2}$$

dove R2 è lo *zero rate* (composto continuamente) osservato al tempo zero per la scadenza T2.

Dato che il valore del FRA che promette di ricevere RF è nullo e vale quindi RF=RM, il valore del FRA che promettere di ricevere RK è pari a:

$$V_{FRA} = L(R_K - R_F)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2} \qquad (3)$$

Analogamente, il valore del FRA che impegna a pagare RK è:

$$V_{FRA} = L(R_F - R_K)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2} \qquad (4)$$

Dal confronto tra l'equazione (1) e l'equazione (4) si nota che il valore di un *forward rate agreement* può essere determinato calcolando i *payoff* sotto l'ipotesi che i tassi d'interesse *forward* si realizzino, ossia che RM = RF.

Come si è accennato in precedenza, gli *swaps* possono essere visti come un portafoglio di *forward rate agreement*. Possiamo quindi valutarli sotto l'ipotesi che i tassi *forward*

[102] Per esteso la differenza tra i due valori è uguale a: $L(R_K - R_M)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2}$ - $L(R_F - R_M)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2}$,dopo le opportune trasformazioni si arriva a $L(R_K - R_F)(T_2 - T_1)e^{-R_2T_2}$.

si realizzano, quindi i futuri tassi *spot* sono conosciuti al momento della valutazione e attualizzando i payoff in base al tasso di interesse privo di rischio.

La valutazione degli *swaps* procede per i seguenti tre passi:

1. in base alla Libor/*swap zero curve* si calcolano i tassi *forward* per ciascuna delle date rilevanti ai fini della determinazione dei pagamenti dello *swap*.
2. si calcolano i pagamenti dello *swap* nell'ipotesi che i futuri tassi Libor siano uguali ai tassi *forward* correnti;
3. si determina il valore corrente dello *swap* attualizzando questi pagamenti in base alla Libor/*swap zero curve*.

L'esempio 1.14 riporta le fasi di valutazione di uno *swap* considerando lo strumento come portafoglio di FRAs. La situazione è la stessa dell'esempio 1.13 in quanto si vuole dimostrare che il valore dello *swap* è lo stesso con entrambi i metodi.

Esempio1.14[103]

In base alle condizioni di uno *swap*, una banca si è impegnata a pagare il Libor a 6 mesi e a ricevere in cambio l'8% annuo (composto semestralmente) su un capitale nozionale di $100 milioni. Lo *swap* ha una vita residua di 1,25 anni. I Libor/*swap zero rates*, composti continuamente, a 3, 9 e 15 mesi sono pari, rispettivamente, al 10%, 10,5% e 11%. Il *Libor* a 6 mesi osservato nell'ultima data di pagamento era del 10,2% (composto semestralmente).

I calcoli sono riassunti nella Tavola 1.4. La prima riga della tavola mostra i pagamenti che verranno scambiati tra 3 mesi, i quali sono tutti noti. Il tasso fisso dell'8% annuo determina un'entrata di $4(=0,5x0,08x$100)milioni. Il tasso variabile del 10,2% annuo (osservato 3 mesi fa) determina un'uscita di $5,1(=0,5x0,102x$100)milioni.

La seconda riga della tavola mostra i pagamenti che verranno scambiati tra 9 mesi, calcolati nell'ipotesi che i tassi *forward* si realizzino. L'istituzione finanziaria incassa,

[103] L'esempio è ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.173.

come prima, $4milioni. Bisogna calcolare il tasso *forward* relativo al periodo compreso tra 3 e 9 mesi come in seguito[104]:

$$\frac{0{,}105x0{,}75 - 0{,}10x0{,}25}{0{,}5} = 0{,}1075$$

Ossia il 10, 75% composto continuamente. Si procede al calcolo del tasso composto semestralmente[105], che risulta pari all'11,044%. Pertanto, l'uscita prevista è pari a $5,522(=0,5x0,11044x$100) milioni. Analogamente, la terza riga mostra i pagamenti che verranno scambiati tra 15 mesi nell'ipotesi che i tassi *forward* si realizzino. I fattori di attualizzazione sono pari, rispettivamente, a $e^{-0,1x0,25}$, $e^{-0,105x0,75}$ e $e^{-0,11x1,25}$.

Il valore corrente dello scambio che avverrà tra 3 mesi è pari a -$1,073 milioni. Il valore corrente dei FRAs corrispondenti allo scambio che avverrà tra 9 e 15 mesi è pari, rispettivamente, a -$1,407 e a -$1,788 milioni. Il valore corrente dello *swap* è di -$4,267 milioni. Questo risultato è uguale a quello ottenuto, in base ai prezzi delle obbligazioni, nell'esempio 1.13.

Tabella 1.6 [106] Un *interest rate swap* come portafoglio di *forward rate agreements*
Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, p.173.

Scadenza (anni)	*Fattore di attualizzazione*	*Pagamento a tasso fisso ($mln)*	*Pagamento a tasso variabile ($mln)*	*Saldo ($mln)*	*Valore attuale ($mln)*
0,25	0,9753	4	-5,100	-1,100	-1,073
0,75	0,9243	4	-5,522	-1,522	-1,407
1,25	0,8715	4	-6,051	-2,051	-1,788
					-4,267

[104] La formula per il calcolo del tasso *forward* è:$R_F = \frac{R_2T_2 - R_1T_1}{T_2 - T_1}$. Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.95.

[105] Il tasso d'interesse composto semestralmente viene calcolato in base alla formula: $R_m = m\left(e^{R_c/m} - 1\right)$

[106] Tavola ripresa dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.173.

Si è detto in precedenza che alla data di negoziazione dello *swap* le parti concordano un valore del tasso *swap* che rende il contratto equo per entrambe le parti quindi il valore dello swap è nullo. Questo vuol dire che anche la somma dei valori dei FRAs sottostanti lo *swap* è nulla ma, attenzione, ciò non vuol dire che il valore di ogni singolo FRAs sia nullo. Generalmente alcuni di essi hanno un valore positivo mentre altri hanno un valore negativo.

1.6 Uscita dall'operazione[107]

La tipica caratteristica delle variabili finanziarie è la loro elevata volatilità, che spesso obbliga gli operatori a ridefinire le loro posizioni in quanto non risultano più coerenti con gli obiettivi inizialmente prefissati.

Un andamento inatteso dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, etc., può tradursi in una continua valorizzazione negativa dello *swap* e rendere tale operazione non più conveniente. Di fronte a questi cambiamenti l'operatore può avere la necessità di uscire dall'operazione e annullare quindi gli obblighi contrattuali che da essa derivano. A tal fine l'operatore può rivolgersi al mercato oppure alla controparte.

Il mercato offre due possibilità: la prima richiede la stipula di un *reverse swap* mentre la seconda prevede la cessione del contratto sul mercato secondario. Il *reverse swap* consiste nella stipula di un nuovo *swap* con una terza parte. Il nuovo *swap* ha un capitale nozionale e condizioni di tasso uguali a quelle dello swap originario, ma con scadenza pari alla vita residua di esso.

Si pensi ad esempio, ad una società Alpha che ha stipulato con l'operatore Beta un *plain vanilla swap* ponendosi come pagatore di tasso fisso annuo del 4%. Trascorsi due anni la società Alpha attendendosi una forte diminuzione dei tassi, desidera uscire dall'operazione. A tal fine si rivolge alla controparte Gamma e stipula con essa un nuovo contratto di *swap*. Quest'ultimo ha una durata di tre anni, prevede un tasso fisso del 3% annuo e in esso Alpha si pone come *floating rate payer*.

[107] G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, op. cit., pp.100-102; M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, op. cit., pp. 23-24.

I flussi di cassa dei due *swaps* e l'effetto netto che si ottiene dalla loro combinazione sono:

Swap originario	Flusso fisso	-4%
	Flusso variabile	+Libor
Reverse swap	Flusso fisso	+3%
	Flusso variabile	-Libor
	Flusso netto	-1%

Si nota che il *reverse swap* consente alla società Alpha di annullare gli effetti economici dello *swap* originario, ma tuttavia si nota anche che essa deve continuare a pagare un punto percentuale per tutti i differenziali che liquiderà fino a scadenza. L'uscita dall'operazione ha quindi un costo che dipende dal tasso *swap* corrente al momento della stipula del *reverse swap*. Più precisamente, il costo d'uscita viene calcolato come valore attuale della differenza tra i flussi dello *swap* originario e del reverse per ciascuna data di regolamento.

$$Costo\ d'uscita = VA\left[\left(Tf_{swap\ originario} - Tf_{reverse\ swap}\right) x Capitale\ nozionale\right]$$

La conclusione di questo contratto opposto a quello in essere rende insensibile il valore del portafoglio a variazioni di tasso di interesse ma non succede lo stesso per il rischio di credito. Anche se gli effetti economici sono annullati, dal punto di vista giuridico l'operatore rimane impegnato alla transazione originaria quindi si trova in portafoglio due contratti *swap* e non più uno solo e questo si traduce in un aumento dell'esposizione al rischio di credito.

Il mercato offre una seconda possibilità di uscita dall'operazione di *swap* che consiste nel cedere il contratto nel mercato secondario, dove oggetto di scambio sono gli *swaps* già in essere. Uno dei contraenti originari trasferisce la propria posizione a un terzo contraente. Questo comporterebbe un trasferimento non solo dei rischi di mercato ma anche dei rischi di credito. Tale operazione eviterebbe quindi la duplicazione dei contratti ma la sua applicazione dipende dal grado di sviluppo e di liquidità del mercato secondario.

Si ricorda che i contratti *swaps* sono caratterizzati da una scarsa standardizzazione e proprio questa loro caratteristica rende difficile la perfetta coincidenza degli elementi contrattuali dello *swap* originario con il *reverse swap* ma anche la loro cessione nel mercato secondario. Inoltre, la cessione di uno *swap* ad una terza parte necessita del consenso alla vendita della controparte originaria la quale potrebbe trovarsi di fronte ad una maggiore esposizione al rischio di credito nel caso in cui la nuova controparte risulti meno affidabile rispetto al cedente.

L'ultima soluzione per l'estinzione anticipata di uno *swap* consiste nel rivolgersi alla controparte per accordare la chiusura dell'operazione. Questa pratica, nella terminologia del mercato, viene detta chiusura, cancellazione o anche riacquisto dello *swap* e comporta la cessazione sia degli obblighi giuridici sia degli effetti economici derivanti dal contratto. Cosi come nel caso del *reverse swap*, l'accordo per la chiusura dello *swap* ha un costo per la controparte che la richiede. Tale costo è determinato in base all'evoluzione del tasso fisso corrente rispetto a quello definito originariamente, a meno che le due controparti non abbiano previsto al momento della stipula del contratto una clausola che prevede l'uscita dall'operazione e le modalità di quantificazione del risarcimento.

Appendice

I tassi *forward*[108]

In seguito si dimostra brevemente la procedura di calcolo dei tassi di interesse *forward* tramite un esempio numerico.

I tassi di interesse "a termine" (*forward*) sono i tassi d'interesse, impliciti nei tassi correnti, relativi a futuri periodi di tempo.

Esempio 1

Si considerino i tassi *spot* riportati nella seconda colonna della Tabella 1.7.

Tabella 1.7 Calcolo dei tassi *forward*

	Tasso spot per un investimento a n anni (% per anno)	*Tasso forward per l'n-esimo anno (% per anno)*
1	3,0	
2	4,0	5,0
3	4,6	5,8
4	5,0	6,2
5	5,3	6,5

Si assume che i tassi siano composti continuamente. Pertanto, il tasso del 3% annuo significa che, in cambio di un investimenti di $100 oggi, l'investitore riceve $\$100e^{0,03x1}$=$103,05 tra 1 anno; il tasso del 4,0% annuo per 2 anni significa che in cambio di un investimento di $100 oggi, l'investitore riceve $\$100e^{0,04x2}$=$108,33 tra 2 anni, e cosi via.

Il tasso *forward* per il secondo anno è pari a 5,0%. Questo è il tasso d'interesse, implicito nei tassi *spot*, per il periodo tra la fine del primo anno e la fine del secondo. Può essere calcolato in base al tasso *spot* a 1 anno (3% annuo) e al tasso *spot* a 2 anni (4% annuo). È il tasso d'interesse per il secondo anno che, se combinato con il 3,0% per

[108] Quanto riportato in questo paragrafo è ricavato da J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 93-95.

il primo anno, fornisce il 4,0% complessivo per i 2 anni. Per mostrare che la risposta corretta è il 5% annuo, supponiamo di investire $100.

Un tasso del 3% per il primo anno e del 5% per il secondo comporta un montante di $108,33 alla fine del secondo anno.

$$\$100e^{0,03x1}e^{0,05x1}=\$108,33$$

Un tasso del 4,0% annuo per 2 anni comporta un montante di $108,33.

$$\$100e^{0,04x2}=\$108,33$$

L'esempio mostra un risultato generale secondo cui, se i tassi d'interesse sono composti continuamente e si combinano i tassi di periodi di tempo successivi, il tasso equivalente complessivo è semplicemente pari alla media aritmetica dei tassi. Nel esempio di cui sopra il 4% è la media tra 3% e 5%.

Il tasso *forward* per il terzo anno è il tasso d'interesse che è implicito nel tasso spot a 2 anni, pari al 4% annuo, e nel tasso spot a 3 anni, pari al 4,6% annuo e risulta pari a 5,8% annuo. Con la stessa procedura utilizzata cui sopra si prova che, un investimento per 2 anni al 4% annuo combinato con un investimento per 1 ano al 5,8% annuo offre un tasso d'interesse complessivo per i 3 anni pari al 4,6% annuo.

Con lo stesso metodo possono essere calcolati i tassi *forward* per gli altri periodi che vengono riportati nella terza colonna della Tavola 1.

In generale, se R_1 e R_2 sono i tassi d'interesse spot a T_1 e T_2 anni (T_1>$T2$), rispettivamente, il tasso d'interesse *forward*, R_F, per il periodo tra T_1 e T_2 è dato da:

$$R_F = \frac{R_2T_2 - R_1T_1}{T_2 - T_1}$$

Determinazione dei Libor/*swap zero rates*[109]

Generalmente i *traders* utilizzano i tassi *Libor* come sostituti dei tassi *risk-free* per le scadenze che vanno fino a 12 mesi. Essi utilizzano poi i *futures* su eurodollari per estendere la *Libor zero curve* nel tratto fino a 2 anni e delle volte fino a 5 anni. L'estensione della *zero curve* alle scadenze più lunghe viene fatta utilizzando i *tassi swap*[110]. Si ottiene in questo modo la *Libor*/ *swap zero curve* (detta *Libor zero curve* e anche *swap zero curve*).

Prima di mostrare come vengono utilizzati i *tassi swap* per costruire il segmento oltre i due anni della *zero curve* si nota che un titolo a tasso variabile di nuova emissione che paga ogni sei mesi il *Libor* a sei mesi, quota alla pari se i pagamenti vengono attualizzati in base alla *Libor*/swap *zero curve*. Questo in quanto il tasso cedolare coincide con il tasso di attualizzazione e questo comporta una quotazione alla pari del titolo.

Uno *swap* di nuova emissione che paga un tasso fisso pari al tasso *swap* corrente ha un valore pari a zero[111]. Considerando uno swap come un portafoglio di due titoli obbligazionari, un valore nullo dello *swap* comporta:

$$B_{\text{fix}} = B_{\text{fl}}$$

Visto che il valore del titolo a tasso variabile sottostante lo *swap* è uguale al valore nozionale dello *swap*, ne consegue che anche il valore del titolo a tasso fisso è uguale al valore nozionale dello *swap*. Il tasso *swap* è quindi un *par yield*[112].

Prima di costruire la *zero curve*, gli analisti interpolano le osservazioni in modo da avere dei tassi *swap* per scadenze distanziate di un semestre. Ad esempio, se il tasso

---

[109] Quanto riportato in questo paragrafo è ricavato da J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., pp. 170-171.

[110] Il tasso swap è la media tra le quotazioni *bid* (il tasso fisso che un *market maker* è disposto a pagare in cambio del Libor) e la quotazione *ask* (il tasso fisso che un *market maker* vuole ricevere in cambio del Libor). J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.169.

[111]Quando lo *swap* paga un tasso fisso uguale al tasso *swap* corrente il suo valore è nullo altrimenti non si spiegherebbe la decisione del *market maker* di centrare le quotazioni denaro e lettera introno al tasso *swap*.

[112] Il "tasso di rendimento alla pari" (*par yield*) relativo a una certa scadenza è quel tasso cedolare che assicura l'eguaglianza tra il prezzo di un'obbligazione e il suo valore nominale. Fonte: J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.90.

swap a due anni è pari a 6,045 e il tasso *swap* a tre anni è pari a 6,225 si calcola il tasso *swap* a 2,5 come segue:

$$tasso\ swap = \frac{(6{,}045 + 6{,}225)}{2} = 6{,}135\%$$

Il metodo utilizzato dagli analisti per estendere la Libor/*swap zero curve* utilizzando i tassi *swap* è il metodo Bootstrap[113] illustrato nell'esempio che segue.

Esempio 2[114]

Si suppone che la curva dei Libor/*swap zero rate* sia già stimata per le scadenze fino a 18 mesi: i tassi (composti continuamente) a 6, 12, e 18 mesi sono pari, rispettivamente, al 4%, 4,5% e 4,8% annuo. Il tasso *swap* a 2 anni (per uno *swap* con pagamenti semestrali) è pari al 5%. Dato che il tasso *swap* a 2 anni è il *par yield* a 2 anni, un titolo a 2 anni con tasso cedolare del 5% (composto semestralmente) deve quotare alla pari, per cui:

$$\$2{,}5e^{-0{,}04x0{,}5} + \$2{,}5e^{-0{,}04x1} + \$2{,}5e^{-0{,}048x1{,}5} + \$102{,}5e^{-Rx2} = \$100$$

dove *R* è lo *zero rate* a 2 anni. Risolvendo quest'equazione si ottiene *R* = 4,953%.

L'esempio mostra come utilizzando i tassi *zero rates* disponibili per le scadenze fino a 18 mesi e il tasso *swap* a due anni si è estesa la curva dei tassi *zero rates* fino a due anni. Con la stessa procedura, sfruttando i tassi *swap* relativi a scadenze più lontane si può estendere ulteriormente la *zero rate curve*.

Generalmente si suppone che la *zero curve* sia lineare tra i vari punti determinati tramite il metodo *boostrap*. Conoscendo quindi il tasso a 1,5 anni e quello a 2 anni, si calcola il tasso zero rate a 1,75 anni come sotto riportato:

$$0{,}5\ \times 4{,}8 + 0{,}5\ \times 4{,}953 = 4{,}8765\%$$

[113]Il metodo Bootstrap viene utilizzato per determinare gli "*zero rates* dei titoli di Stato" partendo dalle quotazioni dei titoli provvisti di cedola. Per una dimostrazione approfondita del metodo Bootstrap si veda J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p. 91.
[114] Esempio ripreso dal testo J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), op. cit., p.171.

Capitolo 2

Rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari secondo lo IAS 39

2.1 Applicazione dello IAS 39 agli strumenti finanziari derivati

I principi contabili che disciplinano il trattamento contabile degli strumenti derivati sono gli stessi principi che riguardano gli strumenti finanziari. Si tratta quindi dello IAS 32 *Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio*, lo IAS 39 *Strumenti finanziari*: *rilevazione e valutazione* e l'IFRS 7 *Strumenti finanziari*: *informazioni integrative*.

Lo IAS 32 fornisce definizioni di carattere generale e le regole fondamentali di esposizione in bilancio degli strumenti finanziari, tuttavia tale principio fornisce poche indicazioni sui strumenti derivati.

L'IFRS 7[115] richiede di riportare nelle note al bilancio, informazioni riguardanti gli strumenti finanziari con l'obiettivo di aumentare la comprensibilità degli effetti che questi strumenti possono comportare nello stato patrimoniale e nel conto economico dell'azienda. Con riferimento agli strumenti derivati, particolare attenzione è posta alle informazioni relative alle operazioni di copertura poste in essere dall'azienda.

lo IAS 39 è il principio che assume maggiore importanza in tema di strumenti derivati. Tale principio fissa le regole di rilevazione iniziale, valutazione a fine esercizio ed eliminazione contabile delle attività e passività finanziarie, e alcuni contratti per l'acquisto e la vendita di elementi non finanziari, ed è il principio che tratta in maniera approfondita le regole di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati. Esso è applicabile a tutte le tipologie di azienda e a tutte le categorie di strumenti finanziari[116].

Lo IAS 39 (riprende la definizione riportata al paragrafo 11 dello IAS 32) e definisce strumento finanziario qualsiasi contratto che dia origine ad un'attività finanziaria per un

[115] L'IFRS 7 sarà oggetto di analisi più avanti nel capitolo.

[116] Fanno eccezione le seguenti categorie alle quali non si applicano le disposizioni dello IAS 39 (si riportano le categorie più significative): partecipazioni in controllate, collegate e joint venture, a cui si applicano rispettivamente i Principi IAS 27, 28 e 31; operazioni di *leasing*, alle quali si applica lo IAS 17; programmi di benefici ai dipendenti, a cui si applica lo IAS 19; strumenti rappresentativi di capitale, a cui si applica lo IAS 32; contratti assicurativi, ai quali si applicano le disposizioni contenute nell'IFRS 4.

soggetto e ad una passività finanziaria o ad uno strumento rappresentativo di capitale per un altro soggetto[117].

La definizione di strumento derivato viene invece riportata direttamente dallo IAS 39 al paragrafo 9. Per essere definito derivato, uno strumento finanziario deve possedere contemporaneamente le seguenti caratteristiche:

- il suo valore cambia in relazione al cambiamento in un tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario, prezzo di una merce, tasso di cambio di una valuta estera, indice di prezzi o di tassi, merito di credito (rating) o altra variabile, a condizione che, nel caso di una variabile non finanziaria, questa non sia specifica di una delle parti contrattuali;

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

- è regolato in data futura.

Riguardo al secondo requisito, prendendo in considerazione gli *swaps*, si ricorda che essi, se stipulati a condizioni di mercato, hanno un valore pari a zero, mentre se sottoscritti non a condizioni di mercato prevedono il pagamento di un "*up- front*" alla parte "svantaggiata" dell'accordo. Tuttavia l'importo di tale investimento iniziale risulta essere molto inferiore rispetto al valore nozionale del contratto.

[117] Si definisce attività finanziaria, "Qualsiasi attività che sia, alternativamente, una disponibilità liquida; uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità; un diritto contrattuale a ricevere disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria da un'altra entità; un diritto contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente favorevoli all'entità; un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ma che non rappresenta patrimonio netto per la società".
Si definisce passività finanziaria "Qualsiasi passività che sia, alternativamente, un'obbligazione contrattuale a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria ad un'altra entità; un'obbligazione contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità; un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità, ma che non rappresenta patrimonio netto per la società"
Viene definito strumento rappresentativo di capitale "Qualsiasi contratto che rappresenti una quota ideale di partecipazione residua nell'attività dopo aver estinto tutte le sue passività" – Definizioni riprese da: IASB, IAS 32, par. 11.

Lo IAS 39 dà una definizione di carattere generale del derivato, precisando le caratteristiche principali dello strumento, proprio per poter includere all'interno di questa categoria di strumenti finanziari diverse tipologie di derivati.

Rientrano quindi nella definizione di derivati sia gli strumenti quotati nei mercati regolamentati, sia quelli negoziati nei mercati *over the counter*. La stessa guida operativa al principio contabile (*Application Guidance*) riporta come esempi tipici di strumenti derivati i *futures*, le opzioni, i *forward* e gli *swaps*.

Per quanto riguarda il trattamento contabile dei derivati, è necessario individuare innanzitutto la funzione del derivato all'interno dell'azienda, distinguendo tra la funzione di copertura e la funzione di negoziazione. I derivati di copertura sono detenuti dall'azienda per tutelarsi di fronte a andamenti avversi delle variabili di mercato. Come si avrà modo di vedere più avanti nel capitolo, ai derivati di copertura vengono applicate le regole di *hedge accounting*. Da uno strumento finanziario designato come derivato di copertura ci si attende che presenti una variazione del *fair value* o dei flussi di cassa che compensino le variazioni del *fair value* o dei flussi di cassa dell'elemento oggetto di copertura.

I derivati di negoziazione non sono invece detenuti dall'azienda con l'obiettivo di copertura di un rischio ma sono strumenti posseduti con lo scopo di rivenderli nel breve termine con l'intento di trarre un profitto.

A seconda della funzione del derivati all'interno dell'azienda, cambiano le regole di rilevazione e valutazione.

Si precisa, che vengono valutati con le regole previste per i derivati di negoziazione non solo i derivati stipulati a fini speculativi ma anche i derivati acquistati inizialmente dall'azienda con scopo di copertura ma che non soddisfano i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*, e i derivati stipulati con finalità di arbitraggio.

Come si avrà modo di vedere più avanti nel capitolo, la designazione di una relazione di copertura si riflette nell'obbligo di valutare al *fair value* non solo il derivato di copertura ma anche lo strumento coperto, indipendentemente dalla classe di attività/passività

finanziaria di appartenenza di quest'ultimo. I derivati di negoziazione sono invece sempre valutati al *fair value*.

Un'ulteriore categoria è quella dei derivati incorporati. "Un derivato incorporato è una componente di uno strumento ibrido (combinato) che include anche un contratto primario non derivato (*host*)"[118]. L'effetto della combinazione è che alcuni flussi dello strumento ibrido variano in modo similare a quelli del derivato considerato separatamente. Il contratto *host* può essere, ad esempio, un contratto assicurativo, uno strumento di debito, un contratto di vendita, ecc.. Lo IAS 39 al paragrafo 10 precisa che qualora lo strumento derivato sia trasferibile indipendentemente dallo strumento *host* o abbia una controparte diversa da quest'ultimo, in tal caso non si tratta di un derivato incorporato ma di uno strumento finanziario separato.

2.2 Classificazione e valutazione degli strumenti finanziari secondo lo IAS 39

La valutazione degli strumenti finanziari, siano essi derivati o non, dipende dalla classificazione dello strumento all'interno di una determinata categoria. Tale classificazione viene effettuata tenendo conto delle caratteristiche tecniche dello strumento stesso e delle intenzioni del management circa la funzione attribuita allo strumento all'interno dell'azienda[119]. In seguito sono presentate brevemente le quattro categorie di strumenti finanziari previsti dallo IAS 39[120] con l'intento di individuare la posizione degli strumenti derivati all'interno di queste categorie[121].

---

[118] IAS 39 *Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*, par.10.

[119] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2013, p. 83; A. PARBONETTI, *I principi contabili internazionali*, Carocci editore, Roma, 2010, p. 95.

[120] Lo IAS 39 al paragrafo 9 non distingue esplicitamente le categorie di attività finanziarie da quelle delle passività finanziarie. Esso infatti individua quattro categorie di strumenti finanziari, dove nella prima categoria (FVtPL) rientrano sia attività che passività finanziarie. Le altre categorie si riferiscono alle attività finanziarie. Per quanto riguarda le passività finanziarie oltre a quelle classificate nella categoria FVtPL esiste un'ulteriore categoria nella quale rientrano la maggior parte delle passività finanziarie. Si tratta della categoria delle passività finanziarie valutate al costo ammortizzato.
Per approfondimenti sulla classificazione e valutazione degli strumenti finanziari secondo le regole previste dal principio contabile internazionale IAS 39 vedi: F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010, pp. 1740-1957; C. MARCON, *op. cit.*, pp. 80-98; A. PARBONETTI, *op. cit.*, pp. 94-106.

1) Attività finanziarie al *fair value* rilevato in conto economico (*fair value through profit and loss* - FVtPL);

Tale categoria comprende gli strumenti finanziari posseduti per la negoziazione (*Held for Trading)*, e gli strumenti per i quali è stata esercitata la *fair value option*. Rientrano tra gli strumenti HfT tutti gli strumenti derivati (esclusi i derivati di copertura) e gli tutti gli strumenti detenuti con l'obiettivi di rivenderli nel breve periodo al fine di ottenere un profitto. Rientrano in questa categoria titoli obbligazionari privati o pubblici, crediti di finanziamento o di funzionamento, derivati di speculazione ecc..

Rientrano, inoltre, in questa categoria tutti gli strumenti che derivano dall'applicazione della *fair value option*. L'opzione dà all'impresa la facoltà, all'atto della rilevazione iniziale, di disegnare qualsiasi strumenti finanziario, come valutato al *fair value* con effetto sul reddito di esercizio[122]. L'utilizzo di tale opzione è, tuttavia, limitato ai seguenti casi:

- Quando consente di ridurre l'asimmetria contabile derivante dalla valutazione di poste tra loro collegate con criteri differenti;
- quando oggetto di valutazione è un gruppo di strumenti finanziari il quale è valutato in base al *fair value*;
- in presenza di un contratto ibrido che contiene un derivato incorporato. Si può optare in tal caso di valutare l'intero strumento ibrido al *fair value* rilevato nel reddito di esercizio al fine di evitare la valutazione separata del derivato incorporato rispetto al contratto *host*.

Come lo stesso nome della categoria suggerisce, gli strumenti di questa categoria, vengono valutati in sede di chiusura del bilancio al *fair value*. Le variazioni intervenute nel *fair value* vanno contabilizzate in conto economico.

2) Investimenti detenuti fino alla scadenza (*held to maturity* – HtM);

Rientrano in questa categoria le attività diverse dai derivati, che sono caratterizzate da pagamenti fissi o determinabili e hanno una scadenza fissa. Oltre a queste caratteristiche

[122] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2013, p.83.

oggettive dell'attività stessa, deve inoltre sussistere l'effettiva volontà del management e la possibilità di detenere l'attività fino alla scadenza naturale.

A tal fine è richiesto all'azienda di fare una valutazione circa l'effettiva capacità di detenere l'attività fino alla scadenza senza dover essere costretta a privarsene per motivi finanziari oppure legali.

3) Finanziamenti e crediti (*loans and receivables* - L&R);

Fanno parte di questa categoria le attività diverse dai derivati, caratterizzate da pagamenti fissi o determinabili, che non sono quotate in un mercato attivo. Si tratta principalmente di crediti di funzionamento, generati quindi nell'ambito del processo di vendita di prodotti finiti, di crediti di finanziamento, di depositi di titoli di debito non quotati e di depositi presso banche.

4) Attività finanziarie disponibili per la vendita (*available for sale* – AfS-)

Quest'ultima categoria comprende, in via residuale, tutte le attività, diverse dai contratti derivati che non rientrano in alcuna delle categorie precedentemente descritte. Possono ad esempio rientrare in questa categoria titoli azionari non aventi finalità di *trading* e di conseguenza non classificati tra i FVtPL, e anche crediti e titoli obbligazionari non classificati come HtM o tra i L&R.

Per quanto riguarda le passività finanziarie**,** esse vengono suddivise in sole due categorie:

a) le passività finanziarie valutate al *fair value* rilevato nel reddito d'esercizio;
b) le altre passività finanziarie

Cosi come previsto per le attività finanziarie rientranti nella categoria FVtPL, anche le passività finanziarie prevedono due sottocategorie: le passività finanziarie *held for trading* (HfT) e quelle derivanti dall'esercizio della *fair value option*. Rientrano nella prima sottocategoria tutti i contratti derivati aventi un *fair value* negativo, le passività emesse al fine di riacquistarle nel breve periodo, le obbligazioni a consegnare attività finanziarie vendute allo scoperto e le passività finanziarie gestite con l'obiettivo di

ottenere un profitto nel breve periodo. Per quanto riguardo la *fair value option* valgono le stesse considerazioni previste in precedenza per le attività finanziarie.

Passando ora alla seconda categoria delle passività finanziarie, quest'ultima anche se vista come una categoria residuale ha in bilancio un importante impatto quantitativo in quanto in essa vengono classificate la maggior parte delle passività finanziarie. La maggior parte degli strumenti classificati in questa categoria sono debiti di funzionamento e di finanziamento sia a breve che a lungo termine[123].

2.3 Criteri di valutazione degli strumenti finanziari

Per la valutazione degli strumenti finanziari è necessario distinguere tra due momenti: la rilevazione iniziale e la valutazione successiva.

Lo IAS 39 prevede un unico criterio di misurazione iniziale per tutte le attività/passività finanziarie, comprese quindi anche i derivati finanziari. Esse devono essere iscritte in contabilità al loro *fair value* indipendentemente dalla categoria di appartenenza.

All'atto della rilevazione iniziale il *fair value* coincide con il prezzo della transazione, quindi, al corrispettivo pagato o ricevuto in essa[124]. È importante in questa fase considerare i costi di transazione[125] e distinguere tra gli strumenti finanziari appartenenti alla categoria FVtPL e quelli appartenenti alle altre categorie. Se lo strumento finanziario fa parte della categoria FVtPL i costi di transazione non devono essere inclusi nel *fair value* all'atto della rilevazione iniziale ma devono essere rilevati direttamente in conto economico. Per tutti gli strumenti finanziari classificati nelle altre categorie i costi di transazione devono essere inclusi nel *fair value* all'atto della rilevazione iniziale.

---

[123] Esempi: scoperti bancari, mutui ipotecari e obbligazioni emesse.
[124] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 334.
[125] "Per costi di transazione si intendono i costi marginali direttamente attribuibili all'acquisizione, all'emissione o alla dismissione di un'attività o di una passività finanziaria. Un costo marginale è un costo che non sarebbe stato sostenuto se l'azienda non avesse acquisito, emesso o dismesso lo strumento finanziario. Tali costi includono gli onorari e le commissioni pagati ad agenti, consulenti, operatori, gli oneri prelevati da organismi di regolamentazione del mercato, le tasse e gli oneri di trasferimento". G. RISALITI, *op. cit.*, p. 335.

I criteri per la valutazione successiva delle attività e passività finanziarie, invece, differiscono a seconda della categoria nella quale lo strumento è stato classificato. Tuttavia, si nota una preferenza nell'utilizzo del criterio del *fair value* per la valutazione delle attività finanziarie, mentre il criterio maggiormente utilizzato per le passività finanziarie è quello del costo ammortizzato[126].

Sono infatti valutate al *fair value* gli strumenti finanziari che sono classificati nella categoria delle attività e passività finanziarie al *fair value* rilevato nel reddito d'esercizio (FVtPL) e quelli classificati tra le attività finanziarie disponibili per la vendita (AfS). Tra le due categorie esiste una differenza nel trattamento contabile delle variazioni di *fair value* maturate nel periodo. Infatti, le variazioni di *fair value*, siano essere positive che negative, riguardati strumenti della categoria FVtPL vengono rilevate nel reddito d'esercizio. Le variazioni di *fair value* di uno strumento classificato nella seconda categoria devono invece essere rilevate *nell'other comprehensive income* (porzione del risultato economico complessivo successiva al reddito di esercizio). Contemporaneamente provocano variazioni della corrispondente riserva di patrimonio netto. Le variazioni di *fair value* accumulate in questa riserva andranno ad influenzare il reddito d'esercizio solamente nel momento in cui lo strumento verrà ceduto.

Il criterio del costo ammortizzato è invece indicato dallo IAS 39 come metodo di valutazione degli strumenti finanziari che rientrano nella categoria delle attività finanziarie possedute fino alla scadenza; i finanziamenti e crediti e le altre passività finanziarie.

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari derivati, le regole di valutazione differiscono a seconda della funzione del derivato all'interno dell'azienda. Se si tratta di un derivato stipulato con finalità speculative, come visto in precedenza, esso viene iscritto tra le attività FVtPL quindi viene valutato al *fair value* con imputazione delle

---

[126]" Il **costo ammortizzato** è il valore a cui lo strumento finanziario è stato misurato al momento della rilevazioni iniziale, al netto di eventuali rimborsi di capitale operati, maggiorato o diminuito dall'ammortamento di qualsiasi differenza tra il valore iniziale e il valore di rimborso e dedotta qualsiasi svalutazione operata a seguito di riduzioni di valore". C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2013, p.93. Per approfondimenti sul metodo del costo ammortizzato si rinvia al medesimo testo alle pagine 93-94.

variazioni di *fair value* nel conto economico. Diverse regole di valutazione sono invece previste per i derivati utilizzati come strumenti di copertura[127].

2.4 Criterio del Fair Value

Prima di analizzare i principali momenti contabili della vita di un derivato ci si sofferma ad approfondire il criterio di valutazione del *fair value* quale criterio di riferimento per questa categoria di strumenti finanziari.

Il *fair value*, è un principio elaborato e sviluppato dalla dottrina contabile anglosassone per poi convergere nei principi contabili internazionali (all'interno dei quali costituisce il principale criterio di valutazione degli strumenti finanziari[128]) e nei principi contabili nordamericani (US GAAP).

Il termine *fair value*, tradotto in italiano come "valore equo"[129], viene definito all'interno dello IAS 39 come il valore al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta in una libera transazione tra due parti consapevoli e disponibili[130].

Facendo riferimento alla stessa definizione di *fair value* è possibile identificare le sue principali caratteristiche. Prima di tutto, si tratta di un prezzo scaturente da una transazione ideale che si ipotizza si verifichi nel giorno di valutazione. Si tratta quindi di un prezzo probabile e non di un prezzo effettivo. La transazione tra le parti deve essere libera, basata quindi sull'incontro volontario e non forzato delle parti, le quali inoltre devono entrambe essere informate sulle caratteristiche dell'oggetto della transazione e sulle condizioni del mercato nel quale si opera.

Si evince come il *fair value* riguardi una transazione in condizioni di normale attività dell'azienda e non in condizioni straordinari e nei quali la stessa si trova costretta ad effettuare operazioni a condizioni sfavorevoli o a liquidare le proprie attività.

---

[127] Regole contenute nei paragrafi da 89 a 102 dello IAS 39.

[128] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 349. Come visto in precedenza, il criterio del *fair value* si applica alle attività e passività possedute per la negoziazione, alle attività e passività designate al *fair value* all'atto della prima rilevazione per effetto dell'esercizio della *fair value option*, alle attività finanziarie disponibili per la vendita e a tutti gli strumenti derivati attivi e passivi indipendentemente dalla finalità per le quali sono posseduti.

[129] L'espressione *fair value* non trova nella lingua italiana una traduzione univoca. Spesso è tradotta come "valore equo" e altre volte come "valore di mercato" o "valore corrente".

[130] IAS 39 par.9.

Molto spesso il *fair value* viene associato ad un valore di mercato. È importante precisare però che questo è possibile solamente nel caso in cui lo strumento finanziario è negoziato in un mercato attivo. In assenza di un mercato attivo, come nel caso degli *swaps* è necessario utilizzare dei metodi di valutazione del *fair value*. L'utilizzo di tali metodi all'interno dell'azienda comporta inevitabilmente l'introdursi di elementi di soggettività più o meno marcati a seconda dello specifico metodo di calcolo adottato. Ecco perché è sempre meglio utilizzare nel processo di stima dati, previsioni e parametri offerti dal mercato e non prodotti dall'azienda coinvolta nel processo di stima.

Riguardo ai criteri da utilizzare per determinare il *fair value* di uno strumento finanziario, lo IAS 39 individua una sorta di "gerarchia" articolata in tre livelli.

Secondo il principio contabile internazionale, la migliore evidenza del *fair value* è rappresentata dai prezzi quotati in un mercato attivo. Un mercato può considerarsi attivo se le quotazioni sono prontamente e regolarmente rese disponibili in un listino, da un operatore, da un intermediario, da un'agenzia di intermediazione o da un'autorità di regolamentazione. Tali quotazioni sono il frutto di negoziazioni effettive che avvengono con una certa regolarità. È necessario inoltre che il mercato sia sufficientemente liquido. L'azienda deve quindi individuare il mercato attivo per ogni singolo strumento e controllare periodicamente la liquidità di quest'ultimo monitorando paramenti quali la continuità delle quotazioni, i volumi scambiati e gli scostamenti di prezzo[131].

Si deve fare attenzione a non confondere la nozione di mercato attivo con quella di mercato regolamentato. Ci possono essere derivati negoziati in mercati regolamentati che non presentano quotazioni in un mercato attivo cosi come possono esserci dei derivati negoziati in mercati *over the counter* che per l'ampiezza e lo spessore degli scambi possono avere delle quotazioni significative.

Qualora per il derivato non fossero disponibili quotazioni in un mercato attivo, il *fair value* deve essere determinato utilizzando una tecnica di valutazione. L'obiettivo della tecnica di valutazione è quello di stabilire il prezzo che avrebbe avuto lo strumento finanziario se fosse stato oggetto di una reale transazione alla data di valutazione.

---

[131] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 374-375.,

Dato che la maggioranza degli strumenti derivati (cosi come gli *swaps*) sono negoziati nei mercati *over the counter* e non presentano quotazioni significative, il ricorso alle tecniche di valutazione per essi è molto frequente.

Tra le tecniche di valutazione vanno per prima impiegate quelle che utilizzano come variabili di input, dati osservabili sul mercato (livello 2 della gerarchia), e solo nel caso in cui non ci siano alternative si fa affidamento a tecniche di valutazione che utilizzano come input dati non supportati dal mercato ma frutto dell'applicazione di modelli utilizzati all'interno dell'azienda (livello 3 della gerarchia). Si nota come passando da un livello all'altro si genera anche una sorta di gerarchia dell'attendibilità e verificabilità dei valori[132].

Il principio contabile non obbliga l'utilizzo di una particolare tecnica di valutazione, tuttavia al paragrafo 74 della *Application Guidance* viene riferito che se in relazione ad una categoria di strumenti finanziari si sia consolidato l'uso di una specifica tecnica di valutazione la quale abbia dato prova di poter definire stime attendibili, questa è la tecnica da adottare per le valutazioni successive dello strumento e anche per la valutazione di strumenti simili.

È inoltre importante che la tecnica di valutazione utilizzata sia periodicamente sottoposta ad un processo di verifica della sua validità attraverso l'osservazione dei dati correnti di mercato aventi ad oggetto lo stesso strumento oppure basandosi su dati di mercati osservabili e disponibili.

Per quanto riguarda i contratti *swaps* la tecnica maggiormente utilizzata per la determinazione del *fair value* è quella basata sull'attualizzazione dei flussi finanziari futuri utilizzando la curva dei tassi zero coupon. Con riguardo a questi strumenti il metodo di stima del *fair value* deve prendere in considerazione anche il merito creditizio della controparte, questo in quanto nel modello vengono utilizzati dati di mercato (tassi di interesse, tassi di cambio) i quali riflettono la situazione del mercato e non quello della specifica azienda controparte ed è quindi indispensabile effettuare delle correzioni a questi valori. Per la stima del rischio di credito bisogna considerare congiuntamente una serie di fattori come la scadenza del derivato, il merito di credito

[132] A. PARBONETTI, *I principi contabili internazionali*, Carocci editore, Roma, 2010, p.97.

della controparte, la presenza di garanzie e di clausole di compensazione. Dopodiché, è possibile procedere in due modi: determinare il *fair value* dello *swap* disponendo di una tecnica di valutazione che utilizza tassi che incorporano il rischio di credito, aggiungendo un adeguato *credit spread*, oppure, stimare il *fair value* tramite una tecnica che non tiene conto del rischio di credito e successivamente aggiustare il valore per tener conto del rischio di controparte.

2.5 Trattamento contabile degli strumenti finanziari derivati

In seguito si analizzano i più rilevanti momenti contabili del ciclo di vita di un contratto derivato.

2.5.1 Rilevazione iniziale

Cosi come stabilito dallo IAS 39 (paragrafo 14) "un'entità ha l'obbligo di rilevare un'attività o una passività finanziaria nel proprio stato patrimoniale solo nel momento in cui diventa parte delle clausole contrattuali dello strumento".

Seguendo le indicazioni di questa regola generale, si può affermare che i contratti derivati e quindi gli *swaps* devono essere rilevati in bilancio come attività o passività finanziaria nel momento in cui l'entità sottoscrive il contratto assumendo i relativi diritti ed obblighi.

Lo stesso principio prevede inoltre che all'atto della sottoscrizione di un derivato, quest'ultimo, al pari delle altre attività/passività finanziarie deve essere rilevato al *fair value* iniziale.

Si ricorda che, se gli *swaps* sono sottoscritti a condizioni di mercato allora il loro valore al momento della rilevazione iniziale è nullo e di conseguenza non deve essere effettuata alcuna rilevazione contabile.

Se invece gli *swaps* non vengono sottoscritti a condizioni di mercato, il loro fair *value* è diverso da zero. In questo caso l'azienda che accetta le condizioni penalizzanti riceve in cambio una somma di denaro nota con il termine *up – front*. Tale importo dovrebbe essere uguale al *fair value* negativo dello *swap* e quindi l'azienda rileva inizialmente il

derivato tra le passività finanziarie. Successivamente, ad ogni data di redazione del bilancio, l'azienda adegua il valore dello *swap* al suo *fair value*, rilevando in conto economico le sue variazioni positive o negative.

Lo IAS 39 stabilisce inoltre che un'attività o passività finanziaria venga rilevata inizialmente in bilancio al *fair value*, comprensivo dei costi di transazione. Fanno eccezione a questa regola gli strumenti finanziari appartenenti alla categoria degli strumenti valutati al *fair value* rilevato in conto economico. Per questi ultimi, quindi anche gli *swaps*, è prevista la rilevazione al *fair value* senza comprendere i costi di transazione[133] i quali vengono immediatamente rilevati in conto economico.

2.5.2 Rilevazione successiva

Le valutazioni successive vengono effettuate nelle date di chiusura del bilancio. In tali date viene determinato nuovamente il *fair value* del derivato. Le variazioni nel *fair value* rispetto alla rilevazione precedente vengono contabilizzate direttamente nel conto economico.

Se il derivato rappresenta un'attività finanziaria, e rispetto alla rilevazione precedente il *fair value* abbia subito un incremento, la differenza positiva tra i due valori viene iscritta tra i proventi finanziari in conto economico a fronte di un incremento del valore del derivato iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale. Se invece, il *fair value* si sia ridotto rispetto alla precedente rilevazione, la differenza rappresenta un onero finanziario da contabilizzare in conto economico a fronte di un decremento del valore del derivato iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale. Considerazioni diametralmente opposte valgono se il derivato rappresenta una passività finanziaria.

2.5.3 Riclassificazione

Come più volte visto in precedenza, i derivati stipulati dall'azienda con finalità di negoziazione rientrano nella categoria delle attività/passività finanziarie al *fair value* rilevate nel reddito d'esercizio. In passato non era consentito riclassificare uno

[133] I **costi di transazione** sono definiti come "costi marginali direttamente attribuibili all'acquisizione, all'emissione o dismissione di un'attività o di una passività finanziaria. F. Dezzani, P. Biancone, D. Busso, "*IAS/IFRS*", Ipsoa, Milano, 2010,p. 1863.

strumento che faceva parte di questa categoria in una delle altre categorie previste dallo IAS 39.

In seguito alla crisi finanziaria, nell'ottobre del 2008 fu introdotto un emendamento al principio contabile, in seguito al quale fu rimosso il divieto di riclassificare gli strumenti finanziari iscritti nella categoria FVtPL. Tuttavia, il divieto di riclassificazione continua ad essere presente per gli strumenti derivati e anche per gli strumenti finanziari derivanti dall'esercizio della *fair value option*.

2.5.4 Eliminazione contabile

Nei casi più frequenti la cancellazione di uno strumento finanziario derivato dallo stato patrimoniale avviene quando il derivato giunge a scadenza oppure viene estinto anticipatamente attraverso la conclusione di un contratto di segno opposto.

Facendo riferimento al principio della prevalenza sulla forma si può procedere alla cancellazione di uno strumento derivato se si è verificata l'effettiva cessazione o trasferimento dei rischi e benefici da esso derivanti e di conseguenza l'azienda non è più soggetta alla variabilità dei flussi finanziari che caratterizzano lo strumento derivato[134].

Qualora il *fair value* al momento dell'eliminazione differisca dal valore precedentemente rilevato in stato patrimoniale, la differenza tra i due valori deve essere rilevata in conto economico.

2.6 Gli *swaps* come strumenti di copertura nelle imprese

Le operazioni di copertura sono un elemento importante della politica di gestione dei rischi nelle aziende.

[134] Il principio contabile IAS 39 prevede un'articolata procedura di verifica delle condizioni necessaria per la cancellazione di un'attività/passività finanziaria nei paragrafi dal 15 al 42 le quali sono sintetizzate in un *flow chart* riportato nella *Application Guidance* al paragrafo 36.

Ponendo in essere un'operazione di copertura si assume una posizione rischiosa opposta a quella che si intende gestire, e tramite una sorta di compensazione si consegue la riduzione dei rischi[135].

Gli strumenti principalmente utilizzati per effettuare una copertura verso i rischi di natura finanziaria sopra elencati, sono gli strumenti derivati, tra i quali gli *swaps*. Ponendo tale strumento all'interno di un'operazione di copertura, quest'ultima può essere raffigurata tramite una posizione coperta la quale produce delle perdite al verificarsi di un determinato rischio, e uno *swap* di copertura, il quale, per contro, al verificarsi del medesimo rischio produce degli utili. Il risultato è quindi una posizione complessiva la quale è diventata insensibile rispetto al rischio oggetto di copertura.

Un'operazione di copertura può assumere varie configurazioni a seconda degli obiettivi e della strategia di *risk management*. Se l'impresa presenta l'esigenza di tutelarsi di fronte a tutti i rischi che gravano sulla posizione coperta, si sceglie di porre in essere una copertura totale, dove quindi tutti i rischi vengono interamente compensati dallo strumento di copertura. La scelta, invece, di coprire solamente determinati rischi, comporta il disegnarsi di una copertura parziale.

La relazione di copertura può altresì risultare perfetta oppure imperfetta. Nel primo caso, ponendo in essere la copertura, si gestisce esclusivamente il rischio originariamente assunto mentre in una copertura imperfetta vengono assunti degli ulteriori rischi a causa dell'instaurarsi della relazione di copertura. Si pensi, ad esempio, alla copertura del rischio di variazione del *fair value* di un titolo a tasso fisso (dovuta alla variazione dei tassi di interesse), tramite un *interest rate swap*. Qualora il derivato presentasse un rischio di credito non trascurabile, ecco che dall'operazione di copertura posta in essere deriva un ulteriore rischio (il rischio di credito) diverso da quello originariamente coperto (il rischio di tasso di interesse).

[135] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op. cit.*, p. 418.

2.6.1 La contabilizzazione delle coperture secondo lo IAS 39

Come visto in precedenza, in seguito alla stipula di un contratto derivato per la copertura di uno specifico rischio che grava su un determinato elemento (elemento coperto), si costruisce una posizione complessiva la quale risulta immunizzata dal rischio in oggetto.

La copertura è quindi disegnata in modo tale che lo strumento di copertura e l'elemento coperto presentino un andamento economico correlato, in modo tale che le perdite maturate sull'elemento coperto siano compensate dagli utili maturati sul derivato di copertura. Al fine di "tradurre" tale correlazione dei due strumenti anche in termini contabili è indispensabile seguire delle specifiche regole di contabilizzazione previste dal principio contabile internazionale IAS 39, note come le regole di *hedge accounting*. L'applicazione di tali regole in presenza di una relazione di copertura risulta essenziale al fine di riservare all'elemento coperto e al derivato di copertura un trattamento contabile coerente.

In assenza di queste regole, il derivato di copertura e l'elemento coperto verrebbero valutati seguendo gli specifici criteri previsti dalla categoria di attività/passività finanziaria di appartenenza. Questo comporterebbe la nascita di asimmetrie contabili[136] ed inoltre si rischierebbe di fornire al lettore del bilancio informazioni non chiare in quanto quest'ultimo non riuscirebbe a leggere in bilancio l'effetto congiunto del derivato di copertura e dell'elemento coperto.

Si pensi a tal fine alla copertura di un credito a tasso fisso iscritto nella categoria *loans & receivables* tramite uno *swap*. Applicando le regole di valutazione previste per la specifica categoria di appartenenza, il credito viene valutato al costo ammortizzato mentre lo *swap*, essendo un derivato, viene obbligatoriamente valutato al *fair value* con iscrizione degli utili o perdite in conto economico. Seguendo questa procedura, alla data di chiusura del bilancio, il conto economico viene influenzato esclusivamente dalle variazioni del *fair value* dello *swap* di copertura, mentre non viene effettuata alcuna rilevazione riguardo alla variazione di *fair value* del credito. In questo modo non si realizza la compensazione tra le perdite/utili sul credito e gli utili/perdite sul derivato di

[136] Per un approfondimento sulle asimmetrie che si possono verificare se lo strumento di copertura e l'elemento coperto non sono contabilizzati in modo coerente si rinvia a: F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit.*, pp. 1962 – 1965.

copertura. Si nota come l'utilizzo di differenti criteri di valutazione ha generato un'asimmetria contabile e ha portato alla perdita di informazione circa la natura dell'operazione posta in essere.

L'utilizzo di uno stesso criterio di valutazione non è comunque garanzia di una coerente valutazione dei due strumenti coinvolti nella relazione di copertura in quanto i principi contabili potrebbero stabilire una differente modalità di rilevazione degli utili o perdite in bilancio. Si pensi, ad esempio, a un attività finanziaria appartenente alla categoria *available for sale* (AfS) (ad esempio un titolo di stato) coperta da un determinato rischio attraverso un *interest rate swap*. In questo caso sia l'attività coperta che il derivato di copertura vengono valutati al *fair value*, tuttavia, le variazioni del *fair value* dell'attività coperta vengono rilevate in una riserva di patrimonio netto mentre le variazioni del *fair value* del derivato di copertura vengono immeditatamente imputate nel reddito di esercizio. Solamente alla scadenza oppure alla cessione dell'attività finanziaria la riserva di patrimonio netto verrà trasferita in reddito di esercizio. Si nota come anche in questo caso si genera un'asimmetria contabile in quanto il reddito d'esercizio nell'immediato viene influenzato solamente dagli utili/perdite generati dalle variazioni nel *fair value* del derivato di copertura mentre manca l'influenza dell'attività coperta.

Un ulteriore caso nel quale si presentano asimmetrie contabili è quello in cui l'elemento coperto consiste in un'operazione futura. Dato che l'elemento coperto non esiste ancora, non viene effettuata alcuna rilevazione contabile ad esso riferita. Per contro, il derivato di copertura viene rilevato in bilancio in stato patrimoniale e valutato al *fair value* le cui variazioni sono iscritte in conto economico. Anche in questo caso il conto economico viene influenzato solamente dagli utili/perdite generati dal derivato di copertura e di conseguenza si genera un'asimmetria contabile.

Da quanto visto nei casi sopra illustrati, una valutazione separata del derivato di copertura e dell'elemento coperto (seguendo le normali regole previste per la categoria di attività/passività di appartenenza) comporta l'iscrizione non simmetrica degli utili/perdite in conto economico con una conseguente crescita della volatilità del risultato di periodo.

Le regole di *hedge accounting* sono state introdotte proprio con l'obiettivo di eliminare tale volatilità contabile e assicurare un iscrizione simmetrica e sincronica degli utili e delle perdite, generati sul derivato di copertura e sull'elemento coperto, in conto economico. Due sono le modalità previste dallo IAS 39 per perseguire tale obiettivo:

- anticipare gli utili/perdite sull'elemento coperto nello stesso periodo amministrativo nel quale vengono rilevati le perdite/utili sul derivato di copertura (questo si verifica nel caso di una copertura di *fair value hedge*)[137];
- differire gli utili/perdite sul derivato di copertura fino al momento in cui si manifestano le perdite/utili sull'elemento coperto (questo si verifica nel caso di una copertura di *cash flow hedge*).

2.6.2 Requisiti per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*

L'applicazione delle regole di *hedge accounting* nelle imprese è volontaria e subordinata al soddisfacimento di una serie di requisiti particolarmente rigorosi previsti nei paragrafi dal 71 al 84 dello IAS 39. Una volta che si è presa la decisione di adottare queste particolari regole è infatti necessario rispettare i requisiti in termini di documentazione da preparare, di test di efficacia da superare, di elementi che possono essere designati come elementi coperti e di strumenti che possono essere designati come strumenti di copertura.

La presenza di questi requisiti è una garanzia affinché le regole di *hedge accounting* non vengano utilizzate in modo scorretto all'interno dell'impresa. Allo stesso tempo però, spesso succede che la procedura di verifica della presenza dei requisiti venga considerata troppo onerosa con la conseguente decisione di non applicare le regole di *hedge accounting*. In questo caso, così come nel caso in cui la relazione di copertura non soddisfi i requisiti previsti dallo IAS 39, l'impresa è costretta a procedere ad una valutazione separata dell'elemento coperto e dello strumento di copertura, a meno che non decida di applicare la *fair value option*. In questo caso, l'elemento coperto viene valutato al *fair value* le cui variazioni vengono rilevate in conto economico cosi come succede per il derivato di copertura. Si precisa che la *fair value option* può essere

[137] Le diverse tipologie di copertura previste dallo IAS 39 saranno oggetto di analisi più avanti nel capitolo.

utilizzata se consente di eliminare l'asimmetria contabile e solamente nel caso in cui l'elemento coperto fosse rappresentato da un'attività/passività finanziaria già iscritta in bilancio (in pratica è una valida alternativa solo della *fair value hedge*).

Nei paragrafi che seguono si analizzano i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*.

2.6.2.1 Gli strumenti di copertura

Lo IAS 39 individua nei paragrafi dal 72 al 77 gli strumenti finanziari i quali possono essere designati come strumenti di copertura all'interno di una relazione di copertura, ai fini dell'applicazione delle regole di *hedge accounting*.

In linea generale gli strumenti di copertura sono rappresentati da strumenti derivati[138]. Possono quindi essere designati come strumenti di copertura contratti come gli *swaps*, i *forward*, i *future* e le opzioni acquistate.

Una precisazione è comunque doverosa. Non tutti gli strumenti derivati sono qualificabili come strumenti di copertura ma solamente quelli che rientrano nell'ambito dello IAS 39, il cui *fair value* può essere attendibilmente determinato e che sono finalizzati a ridurre l'esposizione ad un determinato rischio[139]. Detto questo, non possono essere considerati strumenti di copertura i derivati su *commodity* in quanto gli stessi non sono soggetti alle regole dello IAS 39 e anche i derivati il cui sottostante è rappresentato da azioni non quotate, per i quali è impossibile stimare in modo attendibile il *fair value*. Non possono altresì essere designati strumenti di copertura le opzioni emesse in quanto non sono considerati strumenti adatti a ridurre l'esposizione al rischio. lo stesso vale per i *basis swaps*. Questi ultimi prevedendo lo scambio di due tassi variabili, non riducono l'esposizione ad un rischio ma trasformano un rischio in un altro.

Viene altresì precisato che affinché uno strumento venga designato in qualità di strumento di copertura in una relazione di copertura esso deve coinvolgere una parte

[138] Si precisa che è ammessa l'assegnazione di attività e passività finanziarie non derivate, come strumenti di copertura ma solamente con riguardo al rischio di cambio. Per approfondimenti vedi: F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit*., pp. 1973-1981.
[139] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, *op.cit.*, p. 123.

esterna all'entità che redige il bilancio. Questa problematica riguarda anche la stipula di derivati tra società appartenenti ad uno stesso gruppo. Spesso nei gruppi d'imprese la gestione dei derivati viene effettuata in maniera centralizzata da una società del gruppo o in una divisione nella quale si trovano le maggiori competenze in materia. Ogni società del gruppo che intende stipulare un derivato deve rivolgersi alla società specializzata, la quale si pone come controparte del contratto. Dopo aver eseguito la compensazione dei rischi attraverso i derivati interni, tale società trasferisce il rischio residuo al di fuori del gruppo attraverso la conclusione di un derivato con un soggetto terzo, esterno al gruppo.

Ai fini dell'utilizzo delle regole di *hedge accounting*, i derivati interni sono considerati diversamente a seconda che si tratti del bilancio consolidato oppure del bilancio separato. Nel bilancio consolidato, i derivati interni non possono essere considerati strumenti di copertura ma devono essere eliminati così come succede per tutte le operazioni infragruppo. Nel bilancio separato, invece, i derivati interni possono essere designati come strumenti di copertura all'interno di operazioni di copertura a condizione che siano stipulati con un'altra società[140] del gruppo, quindi con un'entità diversa da quella che redige il bilancio.

Lo IAS 39 infatti, non permette che i derivati infragruppo vengano designati come strumenti di copertura in una relazione di copertura a meno che non si dimostri che il derivato coinvolga una parte esterna al gruppo stesso.

Il principio contabile prevede inoltre che uno strumento finanziario per essere designato come strumento di copertura deve coprire rischi specifici e individuabili e non rischi generici o rischi d'impresa. Inoltre, dato che i fattori che determinano la variazione nel *fair value* dello strumento di copertura sono correlati, lo strumento di copertura deve essere designato tale nella sua interezza e non possono essere designati solo parti di esso[141]. È possibile però designare come strumento di copertura una porzione dello strumento finanziario determinata come percentuale del suo valore nozionale. Viene

[140] Qualora il derivato sia stipulato tra due divisioni della stessa azienda, esso non può essere considerato strumento di copertura.

[141] Le uniche eccezione previste dallo IAS 39 riguardano le opzioni per le quali è possibile designare come strumento di copertura soltanto la variazione del valore intrinseco separandolo dalla componente interesse e la componente "prezzo a pronti" di un contratto a termine. IAS 39 par. 74.

infine previsto che lo strumento di copertura deve essere designato come tale per la sua intera vita residua e non per una parte di essa.

È concessa la possibilità di designare un unico strumento derivato a copertura di più rischi. Si può pensare in quanto caso ad un *cross currency interest rate swap*, che viene utilizzato per la copertura congiunta del rischio di tasso di interesse e del rischio di cambio di un debito finanziario a tasso variabile in valuta estera.

Infine, lo IAS 39 prevede la possibilità di utilizzare due o più derivati per la copertura di un determinato rischio. In questo caso è necessario soddisfare due condizioni: non si deve configurare una posizione netta simile ad un'opzione emessa e nessuno dei derivati coinvolti nella coperta deve essere un'opzione emessa

2.6.2.2 Gli elementi coperti

Nei paragrafi dal 78 al 84 lo IAS 39 stabilisce quali strumenti possono essere designati come elementi coperti all'interno di una relazione di copertura al fine di poter utilizzare le regole di *hedge accounting*.

In linea generale viene definito elemento coperto, uno strumento finanziario il cui valore può variare nel tempo in quanto soggetto a rischi finanziari, con riflesso sul conto economico dell'esercizio in corso o di quelli futuri[142].

Un elemento coperto può essere un'attività, una passività, un impegno irrevocabile[143], un'operazione programmata altamente probabile, oppure un investimento netto in una gestione estera. Affinché vengano designati come elementi coperti, questi strumenti devono generare un'esposizione al rischio capace di influenzare il conto economico dell'esercizio in corso oppure degli esercizi successivi. In generale, i rischi oggetti di copertura sono il rischio di tasso di interesse, il rischio di cambio, rischio di prezzo delle materie prime i quali espongono l'impresa al rischio di variazioni negative del *fair value* o dei *cash flow* futuri. Oltre a dover influenzare il conto economico, un elemento per

[142] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op.cit.*, p. 430.
[143] "Si tratta di un accordo vincolante per lo scambio di una quantità prestabilita di risorse ad un prestabilito prezzo ad una data o a date future prestabilite". F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit.*, p. 1989.

essere designato come elemento coperto in una relazione di copertura deve riferirsi ad un operazione che coinvolge un soggetto esterno all'azienda che redige il bilancio.

Le regole di designazione di un elemento coperto cambiano leggermente rispetto a quelle viste riguardo agli strumenti di copertura. Infatti, qualora l'elemento coperto sia rappresentato da un'attività o passività finanziaria è possibile designare come elemento coperto solo una parte di esso e non l'intero strumento nel suo insieme. L'impresa può quindi decidere quale parte del *fair value* o dei flussi finanziari coprire e se coprirli solo riguardo a determinati rischi oppure riguardo a tutti i rischi nel loro insieme. Questo approccio è conosciuto con il termine *hedging portion* e viene utilizzato per facilitare l'identificazione dei rischi e aumentare la l'efficacia della copertura.

Lo stesso approccio non può essere seguito qualora lo strumento coperto non sia un'attività/passività finanziaria. In questo caso l'unico rischio che potrebbe essere coperto separatamente dagli altri è il rischio di cambio. Tutti gli altri rischi non è possibile individuarli e valutarli separatamente.

Lo IAS 39 individua anche dei casi in cui lo strumento non può essere designato come elemento coperto in una relazione di copertura. Il divieto riguarda gli strumenti derivati e i rischi generici connessi all'attività d'impresa. Come visto in precedenza, i derivati possono essere utilizzati a fini di copertura oppure a fini speculativi. Nel primo caso essi sono designati come strumenti di copertura mentre nel secondo caso anche se non conclusi a fini di copertura lo IAS 39 non consente di designare un derivati di negoziazione come elemento coperto. Gli unici derivati che possono essere considerati elementi coperti sono le opzioni acquistate, utilizzando in questo caso come strumenti di copertura un'opzione venduta.

Un ulteriore precisazione riguarda gli strumenti ibridi che contengono un derivato incorporato. Qualora fossero soddisfate le condizioni per la separazione del derivato incorporato dallo strumento ospite, i due saranno considerati due strumenti autonomi e valutati separatamente. Il derivato incorporato separato può essere utilizzato come strumento di copertura mentre il contratto ospite può essere designato come elemento coperto in una relazione di copertura. Qualora invece, non fosse possibile procedere alla

separazione dei due strumenti, lo strumento ibrido può essere designato come elemento coperto.

Per quanto riguarda i rischi generici collegati all'attività imprenditoriale, l'impossibilità di considerarli come elementi coperti nasce dal fatto che quest'ultimi non possono essere identificati in maniera specifica e di conseguenza non è neanche possibile stabilire in maniera attendibile l'esposizione al rischio.

Per ultimo, il divieto previsto dallo IAS 39 riguarda anche gli strumenti rappresentativi di patrimonio netto emessi dalla società. Questo è giustificato dal fatto che tali strumenti non influenzano mai il conto economico ma solamente lo stato patrimoniale.

In atri casi lo IAS 39 consente la designazione come elemento coperto solamente con riferimento a determinati rischi specifici. Rientrano in questa previsione le attività finanziarie detenute fino a scadenza le quali possono essere oggetto di copertura solamente con riferimento al rischio di tasso di cambio e al rischio di credito; gli impegni ad acquistare imprese in operazioni di *business combination*, i quali possono essere coperti esclusivamente con riferimento al rischio di tasso di cambio; le partecipazioni valutate al con il metodo del patrimonio netto nel bilancio consolidato e le partecipazioni in società controllate integralmente consolidate, per le quali è consentito effettuare una copertura di investimenti netti in gestioni estere (*hedge of a net investment in a foreign entity*).

Riguardo alla modalità con cui effettuare la copertura, l'azienda può scegliere tra la copertura *one to one* e la copertura *one to many*. Nel primo caso si instaura una relazione uno a uno tra strumento di copertura ed elemento coperto (copertura baciata[144]). Nel secondo caso, invece, la relazione di copertura coinvolge uno strumento di copertura e un gruppo di elementi simili che sono esposti allo stesso rischio oggetto di copertura. Tutti gli elementi del gruppo devono comunque essere singolarmente identificati ed è necessario verificare che la variazione di *fair value* dovuta al rischio coperto di ciascuno degli elementi del gruppo sia proporzionale alla variazione complessiva del *fair value* del gruppo nel suo insieme. La verifica in questo caso può

[144] Espressione utilizzata da F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit*., p. 1991.

essere effettuata tramite delle analisi di sensitività simulando delle variazioni nei *fair value* in diversi scenari[145].

Si nota come il principio contabile internazionale IAS 39 prevede che le regole di *hedge accounting* vengano applicate ad elementi specificatamente individuabili e coperti singolarmente oppure ad un gruppo di elementi che condividono l'esposizione ad un rischio specifico.

Tuttavia, sono frequenti i casi, soprattutto nel settore bancario, in cui l'esigenza consiste nella copertura di esposizioni nette tra attività e passività finanziarie facenti parte di un portafoglio e non considerate singolarmente. L'elemento coperto corrisponde in questo caso ad un ammontare di denaro derivante dalla differenza tra attività e passività del portafoglio preso in considerazione.

Inizialmente lo IAS 39 non consentiva l'utilizzo delle regole di *hedge accounting* alle coperture di una posizione netta complessiva (*macrohedging*). Solamente nel marzo del 2004, dopo l'introduzione dell'emendamento denominato "*Fair value hedge accounting for a portfolio hedge of interest rate risk*" si è data la possibilità di coprire un determinato valore di un portafoglio costituito da attività e passività, esclusivamente con riferimento al rischio di tasso di interesse[146].

2.6.2.3 Documentazione ed efficacia delle relazioni di copertura

Nel momento in cui si è stabilita una relazione di copertura tra due strumenti finanziari e l'impresa abbia volontariamente deciso di utilizzare le regole di *hedge accounting*, lo IAS 39 (par. 89-102) impone l'utilizzo di particolari regole di contabilizzazione a seconda della tipologia di copertura posta in essere. Lo stesso principio, al fine di evitare un utilizzo discrezionale delle regole di *hedge accounting* obbliga le imprese a documentare adeguatamente ogni relazione di copertura e a testare periodicamente la sua efficacia. I requisiti riguardanti questi due aspetti si aggiungono quindi ai requisiti previsti per gli strumenti di copertura e gli elementi coperti e sono contenuti nel paragrafo 88 dello IAS 39.

---

[145] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, op.cit., p. 2005, nota 308.
[146] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, op.cit., pp. 433-434; C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, op.cit., pp. 130-131.

All'inizio della relazione di copertura è necessario che l'impresa prepari una documentazione formale nella quale illustri la relazione di copertura posta in essere e le strategie ed obiettivi perseguiti attraverso la propria politica di *risk management*. In questa documentazione devono quindi essere indicati i rischi ai quali l'impresa è esposta e le modalità con le quali si intende gestire gli stessi. Accanto a questa documentazione di carattere generale deve inoltre essere presentata una documentazione più specifica riguardante ciascuna delle relazioni di copertura poste in essere dall'impresa, nella quale occorre descrivere l'elemento coperto, lo strumento di copertura, il rischio oggetto di copertura e le modalità di valutazione prospettica e retrospettiva dell'efficacia della copertura.

La preparazione di tale documentazione è un requisito fondamentale per la designazione della relazione di copertura. La Guida Applicativa (par. F.3.8) sottolinea, infatti, che non è possibile designare retroattivamente una relazione di copertura. La designazione ha effetto a partire dalla data in cui tutti i requisiti previsti dallo IAS 39 sono soddisfatti. Se, ad esempio, l'impresa avesse stipulato un derivato a copertura di un'attività iscritta in bilancio, ma non avesse finito di preparare la documentazione riguardante la stessa (gli altri requisiti previsti dallo IAS 39 sono rispettati) , essa non può procedere all'applicazione delle regole di *hedge accounting*. Lo potrà fare solamente quando avrà completato la documentazione richiesta. Lo stesso documento precisa, invece, che la designazione di un derivato come strumento di copertura può avvenire in una data successiva alla stipula di quest'ultimo.

L'altra condizione da rispettare per poter utilizzare le regole di *hedge accounting* riguarda la verifica dell'efficacia della relazione di copertura. È necessario quindi verificare la capacità dello strumento di copertura di neutralizzare le variazioni nel *fair value* o nei flussi di cassa dell'elemento coperto[147].

Al fine di valutare l'efficacia di una relazione di copertura posta in essere, l'azienda deve considerare tre aspetti i quali devono essere rispettati:

- la copertura deve essere altamente efficace nel compensare le variazioni nel *fair value* o nei flussi finanziari riferibili al rischio coperto;

[147] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit.*, p. 2033.

- l'efficacia della copertura deve essere attendibilmente misurata (condizione rispettata qualora sia possibile valutare in modo attendibile il *fair value* del derivato di copertura e il *fair value* o i flussi finanziari del elemento coperto attribuibili allo specifico rischio coperto);
- la copertura deve essere valutata sulla base di un criterio di continuità e quindi deve risultare altamente efficace per tutta la sua durata.

È necessario a questo punto stabilire quando una copertura è considerata altamente efficace, le tempistiche e le tecniche utilizzate per valutare l'efficacia di una relazione di copertura.

Per essere considerata altamente efficace una relazione dei copertura deve soddisfare contemporaneamente due condizioni. Una prima condizione riguarda le aspettative dell'impresa circa l'efficacia della copertura. Le previsioni devono corrispondere ad una copertura altamente efficace all'inizio e successivamente durante il periodo nel quale è stata designata. La seconda condizione riguarda il *range* all'interno del quale il risultato della copertura deve posizionarsi per identificare la copertura come altamente efficace. Una copertura viene considerata altamente efficace sia *ex ante* che *ex post* se il risultato della copertura si posiziona all'interno del *range* 80-125%.

Il risultato della copertura (indice di copertura[148]) si calcola ponendo a rapporto la variazione di *fair value* (o dei flussi di cassa) dell'elemento coperto con la variazione di *fair value* (o dei flussi di cassa) dello strumento di copertura o viceversa e considerando il valore assoluto di tale rapporto.

$$indice\ di\ copertura = \left|\frac{risultato\ strumento\ di\ copertura}{risultato\ elemento\ coperto}\right| x\ 100 \qquad (1)$$

$$indice\ di\ copertura = \left|\frac{risultato\ elemento\ coperto}{risultato\ strumento\ di\ copertura}\right| x\ 100 \qquad (2)$$

Prendendo in considerazione il rapporto (1) si può affermare che una copertura perfettamente efficace corrisponde ad un valore dell'indice di copertura pari al 100%. In

[148] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit.*, p. 2035.

questo caso lo strumento di copertura reagisce al rischio coperto nella stessa misura in cui reagisce l'elemento coperto.

Qualora l'indice di copertura assumesse un valore superiore al 100% si è in presenza di *overhedging*. In questo caso il derivato di copertura reagisce al rischio coperto in misura superiore all'elemento coperto. Nel caso opposto, un valore dell'indice di copertura inferiore al 100% dimostra che il derivato di copertura reagisce meno rispetto all'elemento coperto e di conseguenza si configura un caso di *underhedging*.

Infine, qualora il risultato della copertura si posizioni al di fuori del *range* 80-125%, la copertura è valutata come inefficace e di conseguenza non possono essere utilizzate le regole di *hedge accounting*. Ne deriva che il derivato di copertura verrà considerato un derivato di negoziazione e come tale verrà valutato al *fair value*. Le variazioni del fair value verranno imputate in conto economico mentre l'elemento coperto. L'elemento coperto verrà valutato secondo le regole previste dallo IAS 39 per la sua categoria di appartenenza.

Si nota come Io IAS 39 preveda per la valutazione dell'efficacia di una relazione di copertura solamente un criterio di tipo quantitativo. Facendo un confronto con lo SFAS 133 (*Accounting for derivative instruments and hedging activities*), principio statunitense utilizzato per la contabilizzazione dei derivati, si nota che esso consente l'utilizzo del c.d *shortcut method*. Secondo questo metodo qualora le condizioni principali[149] (valore nozionale dei contratti, scadenza, sottostante del contratto derivato, frequenza nei pagamenti) coincidono, non è necessario effettuare alcun test di tipo quantitativo in quanto l'alta efficacia della copertura è presunta. Secondo lo IAS 39, invece, anche se i due strumenti hanno le stesse condizioni principali l'impresa non può astenersi dall'effettuazione dei test di efficacia in quanto dato che la valutazione viene fatta in continuità, l'inefficacia potrebbe essere provocata da condizioni diverse da quelle principali come potrebbe essere ad esempio, il rischio di credito della controparte del derivato di copertura[150].

[149] IAS 39 par. AG108.
[150] Guida Applicativa (par. F.4.7).

L'effettuazione di test quantitativi anche in presenza di condizioni principali uguali viene spesso giudicato come un onere eccessivo con conseguenti appesantimenti sul piano gestionale e amministrativo per l'impresa[151].

Passando ora ad analizzare la tempistica con la quale l'impresa deve valutare l'efficacia di una relazione di copertura, si considera il paragrafo 88 dello IAS 39 secondo il quale l'efficacia deve essere valutata all'inizio della copertura e in modo continuato durante la vita della stessa. Lo stesso principio, al paragrafo AG 106 precisa inoltre che tale verifica deve essere effettuata come mimino in occasione della redazione del bilancio annuale o intermedio.

In ciascuna data di valutazione è necessario eseguire due test: il *prospective test* e il *retrospective test*. Il primo test dimostra l'efficacia attesa della copertura mentre il secondo dimostra l'effettivo grado di efficacia della copertura in un determinato periodo. Come visto in precedenza, affinché una copertura sia considerata altamente efficace sia ex *ante* che *ex post*, i risultati dei due test devono rimanere all'interno del *range* 80-125%.

Effettuando questi test l'impresa può trovarsi di fronte a diverse situazioni. Una prima situazione potrebbe essere quella in cui, il *retrospective test* viene superato mentre il *prospective test* fallisce. In questo caso l'azienda non può utilizzare le regole di *hedge accounting* per i periodi futuri. Un ulteriore caso potrebbe essere quello in cui entrambi i test falliscono. In tale situazione l'impresa non può applicare le regole di *hedge accounting* neanche per il periodo precedente. Essa deve interrompere l'utilizzo di queste regole dall'ultima data nella quale era stata dimostrata l'efficacia, oppure, se è possibile individuare l'evento, dalla data di manifestazione dell'evento che ha provocato l'inefficacia della copertura. Qualora invece, il *retrospective test* fallisce ma quello prospettico viene superato, l'impresa ha la possibilità di ri-disegnare la relazione di copertura. Quest'ultima viene considerata come una relazione di copertura nuova e di conseguenza deve essere sottoposta ai test di efficacia prospettici e retrospettivi dal momento della sua designazione.

[151] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, *op.cit.*, p. 134; G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op.cit.*, p. 445.

In merito alla valutazione dell'efficacia della copertura lo IAS 39[152] fa un'ulteriore precisazione. L'impresa può scegliere se valutare l'efficacia in modo separato per ogni singolo periodo oppure cumulativamente prendendo come riferimento l'intero periodo di vita della copertura. Una valutazione separata impone il superamento dei due test in ciascuno dei periodi singolarmente considerati. Generalmente le imprese però scelgono di valutare l'efficacia cumulativamente perché in questo caso il fallimento del test in un periodo non pregiudica la possibilità di utilizzare le regole di *hedge accounting*, in quanto è sufficiente che la copertura risulti mediamente altamente efficace con riferimento a tutto il periodo di copertura. È necessario in questo caso che la condizione della valutazione cumulativa della copertura sia prevista nella documentazione formale relativa alla copertura.

Per quanto riguarda il metodo da adottare per valutare l'efficacia della copertura, lo IAS 39 non obbliga le imprese ad utilizzare specifici metodi, lasciando alle stesse la decisione, in base alla strategia di gestione dei rischi perseguita e alla specifica relazione di copertura attuata. Tuttavia, lo stesso principio al par. AG105 fornisce degli esempi di tecniche maggiormente utilizzate nella pratica.

Ratio analysis

Una delle tecniche maggiormente utilizzate è la *ratio analysis*. Questa tecnica consiste nel mettere in rapporto le variazioni di *fair value* dello strumento di copertura con le variazioni di *fair value* dell'elemento coperto. In pratica si tratta di costruire un indice di copertura come quello visto in precedenza. L'analisi deve essere effettuata considerando le variazioni nel *fair value* dei periodi passati e le variazioni nel *fair value* previste per il futuro. Affinché la copertura sia considerata altamente efficace, i risultati devono posizionarsi all'interno dell'intervallo 80-125%. La *ratio analysis* si dimostra essere una tecnica relativamente semplice e adatta a verifiche effettuate nell'ambito di coperture di breve periodo specialmente per le verifiche ex-post. Tale tecnica ha tuttavia un "punto debole". Quando le variazioni nel *fair value* dello strumento di copertura e dell'elemento coperto sono molto contenute, la tecnica fornisce risultati poco significativi. Si pensi, ad esempio, ad una variazione di *fair value* dell'elemento coperto pari a 100 e una variazione di *fair value* dello strumento di copertura pari a 130. Il

[152]IAS 39 par. AG F.4.2.

risultato della copertura in questo caso non si posiziona all'interno dell'intervallo 80-125% e l'impresa dovrebbe sospendere l'utilizzo delle regole di *hedge accounting*. Tuttavia, se tali variazioni sono relative ad un *fair value* iniziale dello strumento di copertura e dell'elemento coperto, di importo di gran lunga superiore (ad esempio 1.000.000), tali variazioni risulterebbero non significative e non metterebbero a rischio l'utilizzo delle regole di *hedge accounting*. La soluzione, potrebbe essere quella di escludere dall'analisi variazioni del *fair value* che si collocano entro una certa percentuale rispetto ai valori iniziali[153].

Regression analysis

La *regression analysis* è una tecnica di valutazione dell'efficacia della copertura che si basa sull'analisi statistica di dati empirici al fine di individuare l'esistenza di una correlazione tra due variabili[154].

Qualora un'impresa decide di utilizzare questa tecnica, essa deve per primo individuare una serie di dati relativi alle due variabili, quindi, variazioni del *fair value* del derivato di copertura e variazioni del *fair value* dell'elemento coperto. La relazione tra le due variabili è di tipo lineare e definita da una retta. In generale viene espressa tramite la seguente formula[155]:

$$y = mx + b$$

Dove:

y= variabile dipendente (es.: variazione del *fair value* del derivato di copertura)

x=variabile indipendente (es.: variazione del *fair value* dell'elemento coperto)

m= coefficiente angolare

b= intercetta

Dato che in una relazione di copertura le variazioni nel *fair value* del derivato di copertura devono compensare le variazioni nel *fair value* dell'elemento coperto, il

[153] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, op.cit. p.2043, nota.334.
[154] i*vi*, p. 2044.
[155] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, op.cit. p.2044.

coefficiente angolare della retta deve essere negativo. Più precisamente, per individuare una copertura come altamente efficace il coefficiente angolare deve assumere valori tra il -0,8 e -1,25. Una copertura perfetta, invece, corrisponde ad un coefficiente angolare pari a meno uno e intercetta uguale a zero.

Dopo aver costruito la retta di regressione è necessario verificare l'effettiva capacità della stessa di spiegare la relazione tra la variabile dipendente ed indipendente. Graficamente si tratta di sovrapporre alla reta i valori empirici osservati e verificare se si posizionano esattamente sulla retta o vicino ad essa. Si analizza a questo proposito il coefficiente di determinazione[156], R^2 il quale assume valori tra 0 e 1. Un coefficiente di determinazione pari a 1 significa che c'è una correlazione perfetta tra le due variabili e la retta di regressione individua esattamente tale relazione. Un valore pari a 0 del coefficiente significa che non esiste alcuna correlazione tra le variabili. Per considerare una copertura come altamente efficace è necessario individuare valori di R^2 posizionati tra 0,8 e 1. In questo caso si può affermare che almeno l'80% delle variazioni nel *fair value* del derivato di copertura sono spiegate dalle variazioni di *fair value* dell'elemento coperto.

L'esempio che segue riassume i requisiti in termini di documentazione, valutazione dell'efficacia, strumenti di copertura ed elemento coperti, previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting* prendendo in considerazione un azienda che utilizza un *interest rate swap* per coprirsi dal rischio di tasso di interesse.

Esempio 2.1[157]

La società Alfa ha acquistato un titolo obbligazionario a tasso fisso emesso da una società privata e ha classificato il titolo tra le attività finanziarie disponibili per la vendita (AfS). Allo stesso tempo, l'azienda decide di attuare una copertura dal rischio di oscillazione del *fair value* del titolo dovuto al solo andamento dei tassi di interesse. Viene esclusa dalla copertura il rischio di credito relativo al titolo. Lo *swap* di copertura presenta invece un rischio di credito sostanzialmente nullo.

[156] Per approfondimenti vedi: F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit*., pp. 2045-2046.
[157] L'esempio è ripreso dal testo F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit*. p.2059 (Esempio 237) Sono state apportate delle modifiche.

Il titolo ha un valore nozionale pari a 100.000 euro, prevede il pagamento di cedole annuali posticipate calcolate su un tasso di interesse fisso annuo del 6% e scade al termine dell'esercizio n+10. I costi di transazione sono nulli.

L'*interest rate swap* prevede il pagamento di un tasso fisso pari a 4% e l'incasso del tasso *Euribor* a 1 anno (il tasso *Euribor* utilizzato per il primo anno è pari a 4%). Lo *swap* presenta le stesse caratteristiche tecniche del titolo in termini di valore nozionale, frequenza di pagamento del differenziale di interessi e durata. Inoltre, lo *swap* è stato stipulato a condizioni di mercato quindi presenta un *fair value* iniziale pari a zero.

L'azienda al fine di rispettare i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*, ha preparato la documentazione formale e ha effettuato i test di efficacia.

Documentazione formale della relazione di copertura n.1/Anno 1

- **Obiettivi e strategie del risk management**

  La documentazione presentata è conforme alle politiche di Risk Management e alle politiche contabili dell'azienda Alfa definite nel documento interno sul risk management n.1532. In particolare l'obiettivo e la strategia della relazione di copertura è la neutralizzazione delle possibili perdite dovute al tasso di interesse su un titolo obbligazionario classificato nella categoria AfS.

- **Rischio coperto**

  Natura del rischio coperto: rischio di interesse
  Dettagli sul rischio coperto: il tasso di interesse benchmark utilizzato è il tasso Euribor a 1 anno.

- **Tipologia di copertura**

  Fair value hedge

- **Data della designazione della copertura**

  1/1/Anno 1

- **Processo richiesto per l'interruzione della relazione di copertura**

  L'interruzione della copertura avviene in seguito al fallimento dei test.
  L'interruzione volontaria della copertura può avvenire solo in seguito a una decisione formale del CFO.

- **Dettagli dello strumento di copertura**

- *Natura dello strumento: swap*
- *Numero interno di riferimento dell'operazione: 1532/S*
- *Controparte: Banca XY*
- *Data di partenza: 1/1/Anno 1*
- *Data di scadenza: 31/12/Anno 10*
- *Valuta: euro*
- *Nozionale: 100.000*
- *Flussi di cassa da ricevere: tasso Euribor a 1 anno, incassato posticipatamente in data 31/12. Il tasso da ricevere viene determinato il primo giorno dello stesso periodo osservando il valore dell'Euribor a 1 anno*
- *Flussi di cassa da pagare: tasso fisso del 4% da pagare posticipatamente ogni 31/12*
- *Ammontare del nozionale designato come strumento di copertura: 100.000 euro (100%)*

- **Dettagli dell'elemento coperto**

  - *Natura dell'elemento coperto: titolo a reddito fisso emesso dalla società Beta, classificato nella categoria* AfS*.*
  - *Numero interno di riferimento dell'operazione: 8765/T*
  - *Controparte: società Beta*
  - *Data di partenza: 1/1/Anno 1*
  - *Data di scadenza: 31/12/Anno 10*
  - *Valuta: euro*
  - *Nozionale: 100.000*
  - *Flussi da ricevere: tasso fisso del 6% da incassare posticipatamente ogni 31/12 di ciascun esercizio*
  - *Ammontare del nozionale designato come elemento coperto: 100.000 euro (100%). Copertura solamente del rischio di interesse. Esclusa la copertura del rischio di credito.*

- **Test di efficacia**

  <u>Test prospettico</u>

  L'efficacia può essere misurata attendibilmente? Si
  Aspettativa di efficacia della copertura: 100%, copertura perfetta
  Tipo di test: ratio analysis
  Valutazione periodica o cumulativa: periodica
  Frequenza di effettuazione del test di efficacia: annuale
  Risultati del test:

  > *data del test: 1/1/anno 1*
  > *risultati del test: i test hanno dimostrato che per ciascuno dei periodi considerati la copertura è attesa essere perfettamente efficace. (risultati dei test riportati in allegato)*

  <u>Test retrospettivo</u>

L'efficacia può essere misurata attendibilmente? Si
Aspettativa di efficacia della copertura: copertura perfetta, (100%)

Documentazione di copertura preparata da: Mario Rossi
Documentazione di copertura rivista da: Andrea Bianchi
Data: 1/1/Anno 1

2.7 Le tipologie di copertura

Una volta soddisfatti tutti i requisiti previsti dallo IAS 39 in termini di caratteristiche degli strumenti di copertura, elementi coperti, documentazione e verifica dell'efficacia della copertura, l'impresa deve per ultimo dichiarare la tipologia di relazione di copertura che intende porre in essere. Questo è un requisito molto importante dal momento che le modalità di contabilizzazione delle coperture tramite derivati variano a seconda della specifica tipologia di copertura adottata dall'impresa.

2.7.1 Fair value hedge

Un'azienda decide di porre in essere una copertura di *fair value hedge* per proteggersi dalle variazioni avverse nel *fair value* di attività/passività iscritte in bilancio, di una parte o gruppi di esse, o di un impegno irrevocabile. Le variazioni nel *fair value* devono essere provocate da un rischio specifico (es: tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo delle materie) e devono produrre effetti nel conto economico dell'esercizio in corso oppure degli esercizi futuri[158].

Se la copertura di *fair value* soddisfa tutti i requisiti previsti per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*, seguendo le indicazioni del par. 89 dello IAS 39, sia il derivato di copertura che l'elemento coperto devono essere valutati al *fair value*, indipendentemente dal criterio di valutazione utilizzato per la categoria di appartenenza di quest'ultimo. Si nota come l'elemento coperto segua il trattamento contabile riservato allo strumento di copertura. Di conseguenza, sono soggetti all'adeguamento al *fair value* sia il derivato che l'elemento coperto.

[158] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op.cit.*, pp. 445-446.

Il principio contabile internazionale dispone che gli utili e le perdite derivanti dall'adeguamento al *fair value* del derivato di copertura vengano immediatamente rilevate in conto economico. Lo stesso trattamento contabile è previsto per gli utili e le perdite derivanti dall'adeguamento al *fair value* dell'elemento coperto, ma solo esclusivamente quelle dovute al rischio oggetto di copertura. Viene in questo modo garantita la simmetria contabile dell'operazione di copertura e reso più facile il calcolo degli effetti della copertura. In caso di copertura perfetta, l'impatto sul conto economico è nullo mentre in caso di una copertura non perfetta ma altamente efficace (indice di copertura compreso tra 80-125%) l'impatto sul conto economico è dato dalla differenza delle variazioni nel *fair value* dei due elementi. Per quanto riguarda l'eventuale variazione nel *fair value* dell'elemento coperto provocata da rischi diversi da quello oggetto di copertura, essa deve essere contabilizzata seguendo le regole previste per la categoria di appartenenza dell'elemento coperto.

Si nota come le specifiche regole di contabilizzazione delle coperture di *fair value* assumono rilevanza quando l'elemento coperto appartiene ad una categoria di attività/passività finanziaria che prevede la valutazione al costo ammortizzato (come finanziamenti e crediti) oppure alla categoria delle attività finanziarie disponibili per la vendita. Seguendo le ordinarie regole di contabilizzazione, in questi casi, le variazioni di *fair value* non verrebbero rilevate (a meno che non si tratti di una perdita di valore) oppure verrebbero iscritte in una riserva di patrimonio netto. Dato che le variazioni nel *fair value* del derivato verrebbero rilevate in conto economico, si provocherebbe un'asimmetria contabile.

In altri casi invece, l'applicazione delle regole di *hedge accounting* è irrilevante in quanto non comporta alcun cambiamento rispetto ai criteri di valutazione originariamente previsti per gli elementi coperti. È il caso, ad esempio, degli elementi posseduti per finalità di negoziazione (HfT), e quelli per i quali è stata applicata la *fair value option*. In entrambi i casi gli elementi vengono valutati al *fair value* con imputazione delle variazioni del *fair value* in conto economico, quindi l'applicazione delle regole di *hedge accounting* non comporta alcun cambiamento a livello contabile.

Il principio contabile internazionale IAS 39 (al par. 91) pone l'attenzione anche sulla fase finale di una relazione di copertura determinando i motivi che portano all'interruzione della copertura di *fair value*.

Una copertura di *fair value* termina quando:

- lo strumento di copertura o l'elemento coperto sono giunti a scadenza, sono stati venduti o esercitati;
- la copertura non soddisfa più i requisiti richiesti per poter applicare le regole di *hedge accounting* (fallimento del *prospective test* o *retrospective test*, ovvero l'efficacia non rientra più nel *range* 80-125%);
- l'azienda revoca la designazione.

Nel primo caso la relazione di copertura termina in quanto lo strumento di copertura non è più presente nel bilancio dell'azienda. In questo caso l'elemento coperto torna ad essere valutato secondo le regole previste per la categoria di attività/passività alla quale appartiene, a meno che, l'impresa nella documentazione formale richiesta al momento della designazione della copertura, non abbia previsto la possibilità di sostituirlo con un nuovo strumento ci copertura. In questo caso il subentro di un nuovo strumento di copertura non si considera come una cessazione della relazione di copertura. Se la copertura termina a causa dell'estinzione dell'elemento coperto, il derivato viene considerato come un derivato di negoziazione, quindi valutato al *fair value* con imputazione delle variazioni in conto economico, a meno che l'impresa non lo designa come strumento di copertura in un'altra relazione di copertura.

Se non vengono superati i test di efficacia, i due strumenti della copertura seguiranno il trattamento contabile normalmente applicabile ad essi. Anche in questo secondo caso l'impresa può intervenire designando un altro strumento di copertura sul medesimo elemento coperto in modo da soddisfare il requisito dell'alta efficacia. Allo stesso modo può decidere di utilizzare lo strumento di copertura in essere per la copertura di un ulteriore elemento. Si intuisce che in entrambi i casi si creano due relazioni di copertura nuove le quali devono soddisfare tutti i requisiti previsti dallo IAS 39.

Nell'ultimo caso è l'azienda che decide volontariamente di cessare la relazione di copertura. Il derivato di copertura e l'elemento coperto torneranno di conseguenza ad

essere valutati secondo i criteri previsti dallo IAS 39 per la loro categoria di appartenenza.

In seguito viene proposto un esempio per evidenziare come le regole appena viste vengono applicate ad un contratto *swap* qualora l'azienda abbia designato tale derivato come strumento di copertura di *fair value*.

Esempio 2.2[159]

La tabella 2.1 riassume le caratteristiche del titolo obbligazionario e dell'IRS stipulati dall'azienda Alfa.

Tabella 2.1 *Caratteristiche* dell'elemento coperto e dello strumento di copertura.

Titolo obbligazionario	IRS di copertura
▪ valore nozionale = 100.000 euro ▪ tasso di interesse annuo = 6% ▪ date di pagamento delle cedole posticipate: 31/12 di ogni esercizio ▪ scadenza: 31/12/anno 10 ▪ costo di acquisto: 100.000 euro	▪ valore nozionale: 100.000 euro ▪ tasso fisso pagato: 4% ▪ tasso variabile incassato: *Euribor* a 1 anno ▪ date di incasso/pagamento differenziale IRS: 31/12 di ogni esercizio ▪ scadenza: 31/12/anno 10 ▪ *fair value* al momento della stipula: zero

Seguendo le regole di *hedge accounting* previste per le coperture del *fair value*, lo *swap* utilizzato per la copertura deve essere valutato al *fair value* e la relativa variazione deve essere imputata in conto economico. Il titolo obbligazionario viene anch'esso valutato al *fair value*. Per quanto riguarda le variazioni del *fair value* è necessario distinguere tra le variazioni del *fair value* provocati dalla variazione del tasso di interesse (il solo rischio oggetto di copertura) le quali vengono imputate in conto economico, e le variazioni nel *fair value* del titolo dovute all'andamento di altre variabili (ad esempio al rischio di credito) che sono escluse dalla copertura, le quali vengono rilevate nella Riserva da AfS (O.C.I).

[159] L'esempio riprende i dati del precedente esempio 2.1.

Scritture effettuate all' 1/1/Anno1

L'azienda Alfa rileva l'acquisizione del titolo obbligazionario. Nessuna rilevazione contabile viene effettuata per l'IRS di copertura in quanto il *fair value* dello strumento finanziario alla data della sua stipula è uguale a zero.

Acquisto titolo obbligazionario		
Titoli AfS a Banca c/c		100.000,00

Scritture effettuate al 31/12/Anno 1

L'azienda Alfa riceve la cedola di interessi pari a 6.000 euro. Per quanto riguarda l'IRS di copertura essa incassa l'*Euribor* a 1 anno (che per il primo periodo è pari a 4%) e paga il tasso fisso del 4%. Dato che i due tassi sono uguali, l'IRS non genera uno scambio di flussi tra le parti.

Rilevazione interessi attivi su titolo obbligazionario		
Banca c/c a Interessi attivi		6.000,00

Alla fine del primo esercizio, i tassi di interesse di mercato aumentano e l'*Euribor* ad un anno che verrà utilizzato per il calcolo del secondo pagamento è uguale a 4,5%.

Il rialzo dei tassi di interesse provoca una riduzione del valore del titolo obbligazionario in quanto sul titolo maturano interessi inferiori al tasso di mercato. Dall'alta parte l'aumento dei tassi di interesse genera un incremento nel *fair value* dello *swap* dato che permetterà all'impresa di incassare un differenziale positivo.

Oltre alla variazione del tasso di interesse, un altro accadimento influenza il *fair value* del titolo obbligazionario. L'emittente del titolo ha subito un miglioramento nel rating e di conseguenza il rischio di credito è diminuito. Il miglioramento del rating del titolo provoca un aumento del suo *fair value*.

Al 31/12/Anno 1 il titolo obbligazionario presenta un *fair value* pari a 98.000 euro. La variazione di 2.000 euro del *fair value* è il risultato di una riduzione di 3.000 euro provocata dall'aumento dei tassi di interesse e un incremento di 1.000 euro dovuta alla

riduzione del rischio di credito. Alla stessa data l'IRS di copertura ha un *fair value* pari a 3.000 euro.

Considerando il fatto che l'azienda ha escluso dalla copertura il rischio di credito, la rilevazione della variazione di *fair value* sul titolo e quella riguardante l'IRS di copertura devono essere contabilizzate secondo quanto segue:

- la variazione di *fair value* dovuta alla variazione del tasso di interesse pari a 3.000 euro deve essere rilevata in conto economico dato che tale rischio è oggetto di copertura;

- la variazione di *fair value* dovuta al rischio di credito deve invece essere rilevata in riserva di patrimonio netto per le AfS dato che tale rischio non è oggetto di copertura.

- La variazione di *fair value* dello *swap* deve essere rilevata in conto economico.

Perdita da valutazione titolo coperto	a	Titoli AfS		3.000,00
Attività per IRS di copertura a		Utile da valutazione IRS di copertura		3.000,00

Si nota come la variazione di *fair value* del titolo è uguale (ma di segno opposto) alla variazione di *fair value* dell'IRS di copertura e come la perdita sul titolo viene compensata dall'utile sul derivato di copertura.

È inoltre necessario adeguare il *fair value* del titolo rilevando la variazione dovuta al rischio di credito.

Titoli AfS a		Riserva da valutazione attività AfS ("O.C.I")		1.000,00

Si nota come l'assegnazione a copertura delle sole variazioni di *fair value* dovute al rischio di tasso di interesse consente all'impresa di ottenere un rapporto di copertura pari a 100%. Qualora la copertura avesse avuto ad oggetto l'intera variazione di *fair value* del titolo obbligazionario, quindi sia le variazioni dovute al rischio di tasso di interesse che quelle provocate dal rischio di credito il rapporto di copertura non rientrerebbe nell'intervallo 80-125% e di conseguenza l'azienda non avrebbe potuto utilizzare le regole di *hedge accounting*.

$$indice\ di\ copertura = \frac{\Delta\ fair\ value\ dello\ swap}{\Delta\ fair\ value\ del\ titolo} = \frac{3000}{2000} = 1{,}5$$

Questo comporterebbe un asimmetria contabile dato che le variazioni di *fair value* dello *swap* (3.000 euro) verrebbero iscritte in conto economico mentre l'intera variazione di *fair value* del titolo (2.000 euro) verrebbe iscritta in riserva da valutazione per attività disponibili per la vendita.

La scelta di designare a copertura solamente una parte della variazione di *fair value* del titolo ha permesso all'impresa di rispettare i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*.

2.7.2 Cash flow hedge

La decisione di un'impresa di effettuare una copertura di *cash flow* nasce dall'esigenza di tutelarsi da possibili variazioni avverse dei flussi finanziari futuri collegati ad attività o passività iscritte in bilancio oppure ad un'operazione futura giudicata come altamente probabile.

Così come previsto per le coperture di *fair value*, affinché si possano utilizzare le regole di *hedge accounting*, la variazione nei flussi finanziari deve dipendere da un rischio specifico (in generale si tratta di rischio di tasso di interesse, di tasso di cambio oppure prezzo delle materie prime) e deve influenzare il conto economico (provocando il pagamento di maggiori oneri oppure l'insacco di minori ricavi).

L'utilizzo delle coperture di *cash flow* nelle imprese è spesso collegato con la necessità di tutelarsi dalla volatilità dei flussi finanziari collegati a finanziamenti attivi o passivi a

tasso variabile[160]. Generalmente in questi casi la copertura viene realizzata tramite contratti di *interest rate swap* i quali modificano la struttura dei flussi finanziari, e di conseguenza trasformano il finanziamento a tasso variabile in un finanziamento a tasso fisso.

L'operazione di copertura può altresì riguardare un'operazione che non risulta in bilancio ma che è programmata dall'impresa e ritenuta dalla stesso come altamente probabile. Lo IAS 39 non fornisce una definizione di "operazione altamente probabile" ma qualche indicazione si può derivare dal confronto con il concetto di "impegno irrevocabile"[161]. Un'operazione altamente probabile viene infatti considerata come un impegno meno vincolante, che non necessariamente richiede la presenza di un accordo tra due parti, anzi, spesso deriva da previsioni dell'impresa per il futuro[162]. Tuttavia, affinché l'operazione programmata possa essere designata come elemento coperto, la sua manifestazione deve essere considerata altamente probabile e la variazione nei flussi finanziari ad essa correlata devono riflettersi sul conto economico[163].

L'alta probabilità dell'operazione programmata deve essere confermata dalla presenza di circostanze concrete e dimostrabili, mentre non è sufficiente la sola intenzione del management a concludere l'operazione. Se, ad esempio, l'operazione programmata è conforme ai piani strategici dell'azienda ed è supportata dal punto di vista gestionale e finanziario, essa è ritenuta come altamente probabile. Qualora l'operazione abbia caratteristiche simili a operazioni previste nel passato ma non andate a buon fine, la capacità dell'impresa di prevedere con meticolosità le operazioni future viene messa in discussione e di conseguenza anche l'eventualità di utilizzare le regole di *cash flow hedge*.

Come detto in precedenza, l'oggetto della copertura di *cash flow* sono i flussi finanziari futuri che influenzeranno i conti economici degli esercizi successivi. Il derivato di copertura risulta invece iscritto in bilancio al suo *fair value*. Normalmente, gli utili e le perdite derivanti dalla variazione nel *fair value* del derivato di copertura devono essere

---

[160] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op.cit.*, pp. 459-460.
[161] L'impegno irrevocabile è un accordo vincolante per lo scambio di una prestabilita quantità di risorse ad un prezzo prefissato la cui conclusione è prevista per una data o a date future già fissate. IAS 39 par.9.
[162] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, *op.cit.*, op. 460-461.
[163] L'esistenza di queste condizioni è prevista dal paragrafo 88 dello IAS 39 ai fini dell'applicazione delle regole di *hedge accounting*.

rilevati in conto economico. Questo comporterebbe la nascita di asimmetrie contabili in quanto il conto economico verrebbe influenzato solo dalle variazioni del *fair value* del derivato di copertura mentre le variazioni nei flussi finanziari coperti si manifesteranno nel futuro.

Per evitare tale asimmetria contabile, le regole di *cash flow hedging* prevedono che la contabilizzazione della relazione di copertura venga effettuata secondo le seguenti regole:

- la quota di utili/perdite riferibili al *fair value* del derivato di copertura considerata come copertura efficace viene rilevata in un apposita riserva di patrimonio netto e rappresentata nell'O.C.I, mentre la quota di utili/perdite considerata inefficace viene rilevata immediatamente in conto economico (cosi come le variazioni nel *fair value* del derivato di copertura riferiti a rischi diversi da quello oggetto di copertura);
- l'elemento coperto viene valutato e contabilizzato secondo le ordinarie regole previste per la categoria di appartenenza.
- riguardo ai flussi oggetto di copertura (sia che si riferiscano ad attività/passività iscritte in bilancio, sia che si riferiscano ad un operazione programmata altamente probabile), non deve essere fatta alcuna rilevazione contabile.
- successivamente, la riserva di patrimonio netto verrà trasferita gradualmente in conto economico nella stessa misura in cui i flussi finanziari oggetto di copertura andranno a influenzare il conto economico.

Le regole di *cash flow hedging* permettono di differire l'iscrizione a conto economico delle variazioni di *fair value* del derivato di copertura con l'obiettivo di "stabilizzare"[164] i flussi di reddito.

Per quanto riguarda la determinazione della parte efficace/inefficace della variazione di *fair value* del derivato di copertura, è necessario effettuare un confronto con le variazioni di *fair value* dei flussi finanziari oggetto di copertura.

Visto che l'elemento coperto non è iscritto in bilancio è necessario stimare le variazioni di *fair value* utilizzando delle tecniche di valutazione. La Guida Applicativa al

[164] G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende, op.cit.*, p. 463.

paragrafo 5.5 indica due possibili metodi da utilizzare: il metodo del derivato ipotetico (*hypotetical derivative method*) e il metodo dei cambiamenti nel *fair value* (*changes in fair value method*). Il primo metodo consente di calcolare l'inefficacia della copertura tramite il differenziale tra la variazione del *fair value* del derivato di copertura e la variazione del *fair value* di un derivato teorico costruito in modo tale da poter consentire una copertura perfetta dei flussi finanziari futuri. Il secondo metodo viene utilizzato soprattutto nei casi di strumenti finanziari i cui *cash flows* variano a seguito di oscillazioni del tasso di interesse. Il metodo determina la variazione dei flussi finanziari coperti ritenendoli costanti sulla base della curva dei tassi presente al momento della rilevazione iniziale dello strumento finanziario, per poi attualizzarli sulla base della curva dei tassi di interesse esistente nel momento in cui si valuta il grado di inefficacia della copertura.

Si ricorda che per poter utilizzare le regole di *hedge accounting*, la relazione di copertura deve posizionarsi nell'intervallo 80-125%. La quota da rilevare in riserva di patrimonio netto è quella relativa alla copertura perfetta (rapporto di copertura pari a 100%). Se il risultato della copertura è diverso da 100% occorre calcolare la parte inefficace della copertura. Si nota come la parte inefficace della copertura si presenta solamente in caso di *overheding*. In questo caso la variazione di *fair value* del derivato di copertura al rischio coperto risulta superiore alla variazione del *fair value* dei flussi coperti. Dato che la parte efficace di utile/perdita è l'importo minore (in valore assoluto) tra le due variazioni di *fair value*, solo in questo caso la quota in eccesso di variazione di *fair value* del derivato viene imputata a conto economico. In caso di *underheding* l'intera variazione di *fair value* del derivato di copertura viene rilevata in riserva di patrimonio netto.

Infine, sono previste delle particolari regole per il trasferimento della riserva di patrimonio netto quando l'operazione programmata si realizza. Qualora l'operazione programmata si concretizza in un'attività/passività finanziaria, essa viene rilevata al suo *fair value* e la riserva rimane indicata separatamente in stato patrimoniale. Tale riserva verrà successivamente trasferita in conto economico con le stesse modalità in cui l'attività/passività influenza lo stesso (ammortamento, interessi, minusvalenza) senza andare ad incidere sul valore di iscrizione che rimane intatto come se l'attività/passività

fosse acquistata/sostenuta senza ricorrere all'operazione di copertura. Ecco perché questa modalità di contabilizzazione è nota con il termine *no basis adjustement*.

Se, invece, l'operazione programmata comporta l'iscrizione in bilancio di un'attività/passività non finanziaria l'impresa può decidere se seguire il trattamento *no basis adjustement* oppure rettificare già in partenza il valore di iscrizione dell'attività/passività attraverso lo storno della riserva di patrimonio netto. Tale approccio, noto con il termine *basis adjustement* comporta quindi l'iscrizione dell'attività/passività finanziaria non più al *fair value*, ma al *fair value* meno il valore della riserva di patrimonio netto.

Per ultimo si analizza il momento della cessazione della relazione di *cash flow hedge*. Le cause che portano alla conclusione della relazione di copertura sono le stesse viste in precedenza per la relazione di *fair value hedge* con l'aggiunta di un'ulteriore causa legata all'operazione programmata futura la realizzazione della quale non è più ritenuta altamente probabile. Nei casi in cui lo strumento di copertura giunge a scadenza oppure viene venduto, quando la relazione di copertura non supera i test di efficacia oppure quando l'azienda stessa revoca la designazione della copertura, l'*hedging reserve* che accoglie le variazioni di *fair value* registrate sul derivato di copertura, rimarrà iscritta in patrimonio netto fino al momento in cui l'operazione programmata si verifica. Qualora, invece, l'impresa ritenga che l'operazione programmata non si realizzerà più, la riserva di patrimonio netto deve essere immediatamente riclassificata in conto economico. La Guida Applicativa (Esempio F.5.4) specifica che le variazioni nei tempi di realizzazione dell'operazione programmata non influenzano la validità della designazione. Se infatti l'operazione programmata si verifica prima del periodo previsto questo non incide sulla relazione di copertura e sulla possibilità di utilizzare le regole di *cash flow hedging*.

Si precisa che anche nel caso di *cash flow hedge* l'impresa può, al momento della preparazione della documentazione formale, prevedere la possibilità di sostituire lo strumento di copertura qualora questo giunga a scadenza, viene ceduto oppure non viene superato il test prospettico di efficacia. Può essere altresì prevista la possibilità di utilizzare lo stesso strumento derivato per la copertura di un altro elemento coperto. Le due relazioni di copertura che si verrebbero a creare sono considerate come relazioni

nuove ed è necessario procedere con la verifica dei requisiti richiesti dallo IAS 39 per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*.

Un trattamento contabile simile a quello previsto per le coperture dei flussi di cassa è riservato alle coperture di un investimento netto in una gestione estera (*hedge of a net investment in a foreign entity*). Si tratta di un investimento che riguarda le partecipazioni in società controllate, collegate e a controllo congiunto, la cui valuta funzionale è diversa dalla valuta di presentazione del bilancio consolidato[165]. È quindi necessario convertire i valori del bilancio della gestione estera nella valuta di presentazione del bilancio consolidato.

A tal fine si fa riferimento alle indicazioni dello IAS 21 secondo il quale le attività e le passività devono essere convertite al tasso di cambio alla data di chiusura del bilancio mentre le componenti positivi e negativi di reddito devono essere tradotti al tasso di cambio alle date delle operazioni oppure ad un tasso di cambio medio (qualora non ci fossero state delle oscillazioni significative).

Le differenze di cambio che derivano da questa operazione finiscono in una riserva di patrimonio netto la quale viene trasferita in conto economico all'atto della dismissione della gestione estera. Si nota come l'oscillazione del tasso di cambio tra le due valute da un esercizio all'altro provocherebbe variazioni nell'ammontare della riserva e di conseguenza anche del patrimonio netto consolidato.

Di fronte a questo rischio l'impresa può decidere di porre in essere una copertura. Gli *swaps* rientrano tra gli strumenti maggiormente utilizzati per questa tipologia di copertura assieme ai debiti in valuta estera e ai contratti forward[166]. Lo *swap* di copertura può essere detenuto da qualsiasi società del gruppo ad eccezione della gestione estera oggetto di copertura.

Come accennato in precedenza, le modalità di contabilizzazione di una copertura di un investimento netto in gestione estera sono assimilabili a quelle previste per le coperture dei flussi finanziari futuri. Quindi, la parte efficace della copertura viene rilevata nella *hedging reserve* in patrimonio netto mentre la parte inefficace della copertura viene

[165] Definizione di C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, *op.cit.*, p. 160.
[166] F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, *op.cit.*, p. 2091.

rilevata in conto economico. La *hedging reserve* verrà trasferita in conto economico solo al momento della dismissione della gestione estera cosi com'è previsto anche per la riserva da traduzione cambi. In questo modo il reddito di esercizio verrà influenzato contestualmente sia dallo strumento di copertura che dall'elemento coperto.

Si nota come, analogamente a quanto accade nelle coperture di *cash flow*, sia lo strumento di copertura che si adegua al trattamento contabile dell'elemento coperto mentre, si ricorda, che nelle coperture di *fair value hedge* succede il contrario, ovvero è l'elemento coperto che segue il trattamento contabile dello strumento di copertura.

In seguito viene proposto un esempio per dimostrare come un contratto *swap* può essere utilizzato dall'impresa per la copertura del rischio di variazione dei *cash flows*.

Esempio 2.3[167]

La società Alfa ha stipulato in data 1/1/Anno 1 un finanziamento di 400.000 euro a tasso variabile. Il finanziamento ha una durata di tre anni, prevede pagamenti per interessi posticipati alla fine di ciascun anno calcolati sulla base dell'*Euribor* a 12 mesi maggiorato di 100 punti base e un'unica data per il rimborso (31/12/Anno 3). Per tutelarsi da un rialzo dei tassi di interesse l'impresa stipula, contestualmente all'ottenimento del finanziamento, un *interest rate swap* che prevede il pagamento di un tasso fisso del 5% e l'incasso di un tasso variabile pari all'*Euribor* a 12 mesi. L'IRS ha le stesse caratteristiche del finanziamento in termini di valore nozionale, date di pagamento dei differenziali e scadenza. Lo *swap* viene stipulato a condizioni di mercato e presenta un *fair value* iniziale pari a zero.

L'azienda ha presentato tutta la documentazione necessaria per l'applicazione delle regole di *hedge accounting*, quindi l'IRS può essere contabilizzato secondo le regole di *cash flow hedge*. Effettuando questa copertura l'azienda ha fissato il tasso di interesse del finanziamento al 6%, derivante dalla somma tra il tasso fisso pagato sullo *swap* (5%) e lo *spread* pagato sul finanziamento (100 punti base).

In seguito le rilevazioni contabili riferiti all'operazione.

[167] L'esempio prende spunto dall'esempio n.241 del testo F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, op.cit., p. 2073-2075.

Scritture effettuate all' 1/1/anno 1

L'azienda rileva l'accensione del finanziamento. Non viene effettuata alcuna rilevazione contabile in merito allo *swap* di copertura dato che il suo *fair value* al momento della stipula è pari a zero.

Banca c/c	a	Debiti finanziari		400.000,00

Scritture effettuate al 31/12/anno 1

L'*Euribor* per il primo anno è pari a 4,5%. Pertanto, L'azienda deve pagare interessi passivi pari al 5,5% x 400.000 = 22.000 euro.

Oneri finanziari	a	Banca c/c		22.000,00

Relativamente all'IRS l'azienda deve:

- Pagare il tasso fisso del 5%: 400.000 x 5% = 20.000 euro
- Incassare il tasso variabile del 4,5%: 400.000 x 4,5% = 18.000 euro

Lo *swap* ha generato un differenziale negativo di 2.000 euro.

Differenziale negativo su IRS	a	Banca c/c		2.000,00

Si nota come gli oneri finanziari iscritti nel conto economico alla fine del primo anno ammontano a 24.000 euro, ovvero quelli risultanti dall'applicazione dal tasso fisso prefissato grazie alla copertura (400.000 x 6% = 24.000 euro).

L'azienda deve inoltre determinare il *fair value* dello *swap* al 31/12/anno 1 e confrontarlo con il *fair value* dei flussi finanziari attesi (interessi passivi sul finanziamento) ottenuto con il metodo del derivato ipotetico.

Il *fair value* dell'IRS risulta essere pari a 2.700 euro. Anche il *fair value* degli interessi passivi sul finanziamento risulta essere pari a 2.700 euro. La copertura è quindi perfetta e di conseguenza l'intera variazione di *fair value* dello *swap* deve essere rilevata in riserva di patrimonio netto come segue.

Attività per derivati di copertura	a	Riserva da *cash flow hedge*		2.700,00

Scritture effettuale al 31/12/anno2

Il tasso di interesse *Euribor* relativo al secondo anno è pari a 5,3%. L'azienda paga interessi passivi sul finanziamento pari a 6,3% x 400.000 = 25.200 euro.

Oneri finanziari	a	Banca c/c		25.200,00

Per quanto riguarda l'IRS essa deve:

- Pagare in tasso fisso nella misura del 5%: 400.000 x 5% = 20.000 euro
- Incassare il tasso variabile nella misura del 5,3%: 400.000 x 5,3% = 21.200 euro

Lo *swap* ha quindi generato un differenziale positivo pari a 1.200 euro, rilevato in contabilità con la seguente scrittura:

Banca c/c	a	Differenziale positivo su IRS di copertura		1.200,00

Al 31/12/anno 2 l'azienda deve determinare il *fair value* dell'IRS e confrontarlo con il *fair value* dei flussi finanziari attesi (interessi passivi sul mutuo). Per determinare il *fair value* dei flussi finanziari attesi l'azienda utilizza il metodo del derivato ipotetico e ottiene un *fair value* pari a 2.100 euro. Anche il *fair value* dell'IRS di copertura risulta pari a 2.100. Il *fair value* dell'IRS ha subito una variazione pari a 600 euro rispetto alla precedente rilevazione. L'adeguamento al *fair value* avviene mediante la seguente scrittura:

Riserva da *cash flow hedge*	a	Attività per IRS di copertura		700,00

Si può ancora una volta notare come il totale degli oneri finanziari iscritti in conto economico è sempre pari a 24.000 euro mentre l'IRS è esposto in stato patrimoniale ad un valore pari al suo *fair value* (2100 euro).

Scritture effettuate al 31/12/ anno 3

Il tasso di interesse *Euribor* ha subito un ulteriore rialzo ed è pari a 5,8%. L'azienda deve pagare interessi passivi pari a 6,8% x 400.000 = 27.200 euro.

Oneri finanziari	a	Banca c/c		27.200,00

Riguardo all'IRS di copertura l'azienda deve:

- Pagare il tasso fisso del 5%: 400.000 x 5% = 20.000 euro
- Incassare il tasso variabile del 5,8%: 400.000 x 5,8% = 23.200 euro

Lo *swap* di copertura ha generato un differenziale positivo pari a 3.200 euro che viene contabilizzato come segue:

Banca c/c	a	Differenziale positivo su IRS di copertura		3.200,00

Anche al 31/12/anno 3 il totale degli oneri finanziari iscritti in conto economico risulta pari a 24.000 euro.

Dal momento che al 31/12/anno 3 l'IRS giunge a scadenza il suo *fair value* è nullo cosi come il *fair value* dei flussi futuri di oneri finanziari. L'attività per derivati di copertura viene a questo punto stornata in contropartita allo storno della riserva da cash flow hedge.

Riserva da *cash flow hedge*	a	Attività per IRS di copertura		2.100,00

Occorre inoltre procedere al pagamento del debito giunto a scadenza.

Debiti finanziari	a	Banca c/c		400.000,00

Si conclude osservando che tramite lo *swap* di copertura l'azienda è riuscita nel suo obiettivo di stabilizzare i flussi di interessi passivi e trasformare il finanziamento da tasso fisso a tasso variabile.

Dato che il rischio oggetto di protezione era solamente il rischio di tasso di interesse la copertura si è dimostrata sempre perfetta. Qualora la variazione di *fair value* dello *swap* fosse provocata non solamente dal rischio di interesse ma anche dal rischio di credito, la variazione dovuta al rischio di credito verrebbe iscritta nel conto economico dato che il rischio di credito non è oggetto di copertura.

2.8 *Fair value option*, alternativa al hedge accounting

Come visto in precedenza, la *fair value option* consente alle imprese di valutare qualsiasi strumento finanziario al *fair value*, le cui variazioni vengono rilevate in conto economico (FVtPL), indipendentemente dalla sua classificazione in una delle categorie di attività/passività finanziarie previste dallo IAS 39.

La *fair value option* potrebbe quindi rivelarsi un valido sostituto delle regole di hedge *accounting* qualora il suo utilizzo comportasse la riduzione dell'asimmetria contabile derivante dalla valutazione degli strumenti finanziari coinvolti in una relazione di copertura con criteri differenti. Utilizzando la *fair value option*, infatti, l'elemento coperto viene valutato al *fair value* rilevato in conto economico, cosi come succede per il derivato di copertura assicurando la simmetria contabile dell'operazione. In questo caso l'azienda non è neanche tenuta ad attenersi ai requisiti previsti dallo IAS 39 inerenti alla conformità degli strumenti di copertura ed elementi coperti, alla preparazione della documentazione formale e all'effettuarsi dei test di efficacia. Ne deriva che, qualora l'impresa ritenga l'impiego delle regole di *hedge accounting* come una procedura troppo onerosa oppure l'operazione di copertura non soddisfa i requisiti di cui sopra, essa potrebbe optare per l'applicazione della *fair value option*.

Tuttavia, vanno sottolineati dei limiti di questa procedura. La *fair value option* è utilizzabile solo nel caso di copertura di *fair value*, rivelandosi quindi in pratica

solamente un alternativa alla *fair value hedge*. Questo deriva dal fatto che la *fair value option* è possibile adottarla solamente nei casi in cui l'elemento coperto consiste in un'attività/passività finanziaria iscritta in bilancio. Per contro, non è possibile utilizzare la *fair value option* in alternativa alla *cash flow hedge* in quanto in questo caso l'elemento coperto non consiste in attività/passività iscritte in bilancio, ma a flussi finanziari futuri. Neanche nel caso di copertura di una gestione estera è possibile applicare la *fair value option* perché l'oggetto della copertura non è un'attività finanziaria bensì una partecipazione in una controllata/collegata estera.

Nell'utilizzo della *fair value option* in alternativa al *fair value hedge* l'impresa deve considerare una importante differenza tra le due procedure. Nella *fair value hedge* l'oggetto della copertura può essere uno specifico rischio con la conseguenza che nel conto economico vengono rilevati esclusivamente le variazioni nel *fair value* dell'elemento coperto dovute a tale rischio. Con la *fair value option* non è possibile separare il rischio oggetto di copertura ma bisogna designare come elemento coperto l'intero *fair value* dello strumento. In questo caso affluisce in conto economico l'intera variazione di *fair value* dovuta ad una pluralità di rischi i quali possono anche provocare variazioni di *fair value* di segno opposto e di conseguenza compensarsi in parte tra di loro.

Un'ulteriore differenza tra i due metodi consiste nel momento della designazione della copertura. L'azienda può esercitare la *fair value option* solamente al momento della rilevazione iniziale dell'attività/passività finanziaria ed è irrevocabile. Come visto in precedenza, una copertura del tipo *fair value hedge* può essere designata in un momento successivo rispetto a quello della designazione iniziale dell'elemento coperto e può essere terminata in qualsiasi momento per diversi motivi.

2.9 Esposizione in bilancio degli strumenti derivati ed informazioni integrative

Come visto in precedenza, gli strumenti finanziari derivati quindi anche gli *swaps*, vengono rappresentati in bilancio nello stato patrimoniale tra l'attività o passività. Uno *swap* di negoziazione viene esposto tra le attività o passività correnti a seconda che il *fair value* dello strumento sia positivo oppure negativo. Uno *swap* stipulato con finalità

di *hedging* viene invece esposto tra le attività/passività correnti o tra quelle non correnti a seconda della tempistica prevista per la conclusione della relazione di copertura.

Per quanto riguarda il conto economico esso viene influenzato nella sezione dedicata *all'other comprehensive income*, dalle variazioni di *fair value* del derivato ritenute come parte efficace in una copertura dei flussi finanziari oppure di un investimento netto in una gestione estera. Il reddito di esercizio viene invece influenzato dagli utili o perdite maturati su *swap* stipulati con finalità di negoziazione e dalle variazioni di *fair value* dello *swap* utilizzato come strumento di copertura in una *fair value hedge*.

L'informazione che ne deriva da questi due documenti tuttavia, non è cosi dettagliata da poter soddisfare le esigenze informative del lettore del bilancio riguardo all'impatto dell'utilizzo degli strumenti finanziari sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda ma anche con riguardo ai rischi che derivano dall'utilizzo di questi strumenti. Vengono a tal fine in aiuto le informazioni integrative da riportare nelle note al bilancio previste dal principio contabile IFRS 7.

Tali informazioni dipendono da una serie di fattori come la tipologia dell'impresa (commerciale, industriale, finanziaria, ecc.), le caratteristiche degli strumenti finanziari utilizzati e l'impatto che i rischi collegati a questi strumenti hanno sul sistema dei rischi aziendali. Seguendo le disposizioni dell'IFRS 7, l'impresa deve indicare nelle note al bilancio i rischi ai quali è esposta, le politiche di gestione di quest'ultimi, le operazioni messe in atto per la copertura dei rischi e il loro impatto nel reddito d'esercizio e del capitale di funzionamento.

Con riguardo alle operazioni di copertura, l'IFRS 7 richiede che vengano riportate nelle note al bilancio informazioni di carattere generale per ogni relazione di copertura posta in essere. Va quindi indicato la tipologia di copertura posta in essere (*fair value hedge*, *cash flow hedge*, hedge of a *net investment in a foreign entity),* la tipologia dello strumento di copertura scelto per ciascuna delle coperture, il relativo *fair value* ed infine, la natura dei rischi coperti.

Per le coperture dei flussi finanziari è necessario riportare delle informazioni più dettagliate riguardanti[168]:

- la previsione dell'impresa circa il periodo nel quale i flussi finanziari si debbano verificare e le attese circa il loro impatto nel conto economico;
- la descrizione di ogni operazione programmata già oggetto di copertura (*cash flow hedge*) per le quali l'impresa ritiene che non si verificheranno più;
- l'importo rilevato nella *hedging reserve* in patrimonio netto nel corso dell'esercizio;
- l'importo trasferito dalla *hedging reserve* in conto economico nel corso dell'esercizio;
- l'importo trasferito dalla *hedging reserve* al *fair value* iniziale dell'attività/passività non finanziaria, considerata come operazione futura altamente probabile e designata come oggetto di copertura in una *cash flow hedge*.

Informazioni dettagliate devono essere inoltre fornite con riguardo alla parte inefficace della copertura rilevata in conto economico (in caso di coperture dei flussi finanziari oppure degli investimenti netti in gestioni estere).

Per quanto riguarda le coperture di *fair value* è necessario presentare adeguate informazioni riguardo agli utili e alle perdite maturate sul derivato di copertura e sull'elemento coperto.

L'IFRS 7 non dà indicazioni precise in merito alle informazioni da esporre con riguardo agli strumenti derivati di negoziazione quindi si fa riferimento alle disposizioni riguardanti gli strumenti finanziari in generale. È necessario indicare in nota al bilancio il *fair value* del derivato, le modalità adottate per la sua determinazione, il livello gerarchico di appartenenza, nonché informazioni inerenti all'impatto sullo stato patrimoniale a sul conto economico. Qualora i derivati di negoziazione svolgano un ruolo importante nelle imprese è consigliabile indicare in nota al bilancio anche

[168]IFRS 7 par. 23.

informazioni aggiuntive[169] come la tipologia del derivato, la natura del sottostante, il valore nominale, modalità di estinzione, eventuale quotazione del derivato, ecc..

In merito alla natura ed entità dei rischi derivanti dall'utilizzo degli strumenti finanziari, viene richiesto all'impresa di fornire informazioni sia di tipo qualitativo[170] che quantitativo[171]. Queste informazioni, da quanto disposto dal paragrafo B6 dell'IFRS7, devono essere fornite in bilancio oppure in documenti come relazioni sul rischio oppure commenti della direzione aziendale, i quali sono accessibili agli utilizzatori del bilancio.

Per ciascuna tipologia di rischio gestito dall'azienda è necessario indicare, l'ammontare dell'esposizione al rischio, gli obiettivi e le procedure di gestione dei rischi finanziari, metodi utilizzati per valutare quest'ultimi, ed infine, le variazioni intervenute rispetto all'esercizio precedente.

Oltre a queste informazioni qualitative, l'azienda deve fornire dati quantitativi sull'esposizione alle diverse categorie di rischi. Prendendo in considerazione il rischio di credito, viene richiesto di indicare per ciascun strumento finanziario, l'ammontare che meglio rappresenta la massima esposizione a tale rischio. Si ricorda che per i derivati che sono iscritti in bilancio come attività finanziarie tale valore è rappresentato dal *fair value* positivo del derivato. Con riguardo al rischio di liquidità l'informativa integrativa deve includere l'analisi per scadenza delle passività finanziarie e indicare le restanti scadenze contrattuali di quest'ultime, nonché le modalità di gestione del rischio di liquidità. Gli importi relativi agli strumenti derivati, se opportuno, devono essere riportati separatamente rispetto agli altri. Per ultimo, si prende in considerazione il rischio di mercato. Con riguardo a tale rischio l'impresa è tenuta a presentare un'analisi di sensitività al fine di dimostrare l'effetto sul bilancio di variazioni nelle condizioni di mercato (ad esempio, al cambiamento del tasso di interesse, tasso di cambio, prezzo delle *commodities*) per ciascuna tipologia di rischio al quale l'impresa è esposta.

[169] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, op.cit., p. 168.
[170] IFRS 7 par. 32.
[171] IFRS 7 par. 34-42.

Capitolo 3

Il nuovo principio contabile internazionale: L'IFRS 9

3.1 Differenze tra lo IAS 39 e il FAS 133

Dopo aver visto le disposizioni contenute nello IAS 39 riguardo alle modalità di rilevazione valutazione degli strumenti finanziari, all'interno dei quali rientrano anche gli strumenti derivati, quindi anche gli *swaps*, ci si sofferma in questo paragrafo a presentare le principali differenze nel trattamento contabile riservato agli strumenti derivati dal IAS 39 e il FAS 133.

Come visto in precedenza, lo IAS 39 Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione, è un principio contabile il quale fa parte degli *International Financial Accounting Standards* mentre il FAS 133 "*Accounting for derivatives instruments and hedging activities*" fa parte dei *Generally Accepted Accounting Practice* (US GAAP) negli Stati Uniti.

I due standard (IFRS e US GAAP) si presentano abbastanza simili nel trattamento delle questioni riguardanti gli strumenti finanziari[172]. Entrambi prevedono una classificazione in categorie degli strumenti finanziari, la quale determina poi le regole per la valutazione di tali strumenti. Entrambi pongono attenzione al momento della rilevazione iniziale dello strumento in bilancio e anche alla fase dell'eliminazione degli stessi dalla contabilità. Riguardo agli strumenti derivati, entrambi gli standard richiedono che essi vengano rilevati in stato patrimoniale e valutati al *fair value*, cosi come consentono l'utilizzo delle regole di *Hedge Accounting* e della *Fair Value Option*.

Soffermandosi sulle regole previste con riguardo agli strumenti derivati, una prima differenza tra lo IAS 39 e il FAS 133 si rileva dalla definizione di tale strumento. Il FAS 133 al paragrafo 6 prevede che uno strumento finanziario per essere considerato un derivato deve avere (1) uno o più sottostanti e (2) uno o più valori nozionali. Non deve richiedere alcun investimento iniziale e deve essere possibile effettuare dei regolamenti netti.

[172] ERNST & YOUNG, *US GAAP versus IFRS*, (ED/2011/12), p. 20; www.cnstreasury.com/fas133-ias39

Si nota come, diversamente dal FAS 133, lo IAS 39 non richiede che venga indicato il valore nozionale del contratto cosi come non specifica il fatto che le parti devono avere la possibilità di effettuare regolamenti netti.

Anche se la definizione di derivato data dal FAS 133 è leggermente diversa da quella data dallo IAS 39, le tipologie di strumenti rientranti in questa categoria di strumenti finanziari sono tendenzialmente le stesse. Ne sono degli esempi, gli *swaps*, i *futures*, i *forward*, le opzioni, ecc..

Entrambi i principi prevedono che gli strumenti derivati vengano rilevati inizialmente in stato patrimoniale tra le attività oppure passività e vengano valutati al *fair value*. Le variazioni nel *fair value* devono essere contabilizzate in conto economico a meno che i derivati non siano designati come strumenti di copertura in una *cash flow hedge* oppure in una *net investment hedge* (in questo caso le variazioni nel *fair value* del derivato devono essere iscritte in una riserva di patrimonio netto).

Per quanto riguarda i derivati incorporati, il FAS 133 ai paragrafi dal 12 al 16 definisce tali strumenti e fornisce le regole per la valutazione degli stessi. Si nota che non ci sono differenze rispetto a quanto previsto dallo IAS 39.

Hedge accounting

Cosi come previsto dallo IAS 39, anche per il FAS 133[173] le tipologie di copertura sono tre:

1. Fair value hedge
2. *Cash flow hedge*
3. *Hedge of a net investment in a foreign operation*

Per entrambi I principi contabili l'entità sceglie di porre in essere una tipologia di copertura a seconda delle proprie esigenze di copertura. Se, ad esempio, l'entità ha la necessità di proteggere un attività iscritta in bilancio dalle variazioni del fair value

[173] FAS 133 par. 17-42.

provocati dalle oscillazioni del tasso di interesse, deciderà di intraprendere una copertura di *fair* value.

Lo IAS 39 consente l'utilizzo delle regole di *hedge accounting* solamente se sono sodisfati determinati requisiti in termini di caratteristiche degli strumenti di copertura/elementi coperti, documentazione formale della relazione di copertura e efficacia della copertura. Gli stessi requisiti sono previsti anche dal FAS 133. Infatti, anche secondo tale principio tutti i derivati possono essere designati come strumenti di copertura (sempre con l'eccezione delle opzioni vendute).

Anche il FAS 133[174], cosi come lo IAS 39, prevede che l'impresa presenti una documentazione formale della copertura la quale deve contenere informazioni di carattere generale circa gli obbiettivi e le strategie di *risk management* dell'impresa, ma anche informazioni più specifiche circa la tipologia di relazione di copertura posta in essere, lo strumento di copertura scelto, l'elemento coperto, natura del rischio coperto, modalità di valutazione dell'efficacia della copertura.

Un punto importante sul quale soffermarsi riguarda la valutazione dell'efficacia della copertura. Cosi come richiesto dallo IAS 39, ai fini dell'applicazione delle regole di *hedge accounting*, l'azienda deve attendersi per il futuro che la copertura si dimostri altamente efficace (prospettivamente), cosi come la copertura deve essere stata altamente efficace nel periodo trascorso (retroattivamente). Per valutare l'alta efficacia della copertura, lo IAS 39 richiede quindi che vengano effettuati due test (test prospettico e retrospettivo) i risultati dei quali devono rientrare all'interno del *range* 80-125% per poter qualificare la copertura come altamente efficace.

Su questo punto il FAS 133 presenta poche differenze. In primo luogo esso non prevede un *range* all'interno del quale devono posizionarsi i risultati della copertura affinché questa venga considerata altamente efficace. Inoltre, il FAS 133 consente, quando per la copertura dal rischio di tasso di interesse di un attività/passività iscritta in bilancio viene utilizzato un *interest rate swap*, di utilizzare il *short cut method*. Secondo questo metodo l'alta efficacia della copertura è presunta quando le caratteristiche tecniche dello strumento della copertura (IRS di copertura) e dell'elemento coperto coincidono

[174] FAS 133, par. 68.

perfettamente. Non è quindi necessario effettuare alcun test quantitativo di verifica per provare l'efficacia della relazione di copertura posta in essere, in quanto questa è presunta.

Una volta sodisfati i requisiti in termini di documentazione e efficacia della copertura l'entità può procedere con l'operazione di copertura. Le regole per la contabilizzazione dipendono dalla tipologia di copertura posta in essere. Tali regole sono contenute nei paragrafi dal 22 al 30 del FAS 133 e non differiscono rispetto alle regole previste dallo IAS 39. Infatti, in caso di una copertura del tipo *fair value hedge*, viene richiesto che il derivato di copertura venga valutato al *fair value* e le sue variazioni devono essere rilevate immediatamente in conto economico. Nel caso di un'operazione di copertura di *cash flow* oppure di un investimento netto in gestione estera, il derivato viene valutato al *fair value* ma le variazioni vengono rilevate in una riserva di patrimonio netto per poi essere trasferite in conto economico solo quando l'elemento coperto influenzerà anch'esso il conto economico.

A differenza dello IAS 39, il FAS 133 non consente l'utilizzo della procedura "*basis adjustment*" come trattamento contabile di un'attività/passività che è il risultato di un'operazione futura altamente probabile designata come elemento coperto in una cash flow hedge[175].

Un ulteriore punto di divergenza tra i due principi riguarda il *macrohedging*. Lo IAS 39 prevede un'unica possibilità di copertura di una posizione netta. Si tratta della copertura dal rischio di tasso di interesse di un portafoglio di attività e passività finanziarie. Solo in questo caso è concesso all'impresa di designare come elemento coperto un determinato valore del portafoglio senza dover identificare i singoli elementi che compongono quest'ultimo[176].

Come detto in precedenza, sia lo IAS 39 che il FAS 133 danno particolare importanza al momento dell'eliminazione dalla contabilità di un'attività o passività finanziaria (*derecognition*). Lo IAS 39 prevede uno schema complesso per la verifica delle condizioni che portano all'eliminazione di un'attività finanziaria. È necessario infatti, verificare che ci sia stato un trasferimento dei rischi e benefici derivanti dallo strumento

[175] DELOITTE, *IFRS and US GAAP*: *A pocket comparison*, (Ed/2007/03), p. 29.
[176] Ibid.

finanziario ma deve altresì essere trasferito il controllo dell'attività. Il FAS 133 invece, prevede che l'eliminazione contabile di un'attività finanziaria si verifichi quando viene trasferito il controllo effettivo sull'attività[177].

Verso la convergenza dei principi contabili

Nell'ottobre del 2002 il IASB (*International Accounting Standard Board*) e il FASB (*Financial Accounting Standard Board*) riuniti in Norwalk, hanno formalizzato il loro accordo alla convergenza dei *Generaly Accepted Accounting Principles* (US GAAP) e degli *International Financial Reporting Standard Standard* (IFRS), con la stipula del "Accordo di Norwalk". Nasce con questo accordo un ampio progetto tra le due parti con l'obiettivo di rendere i due principi contabili pienamente compatibili e a coordinare i loro lavori al fine di mantenere tale compatibilità anche nel futuro. Si precisa comunque che la compatibilità non comporta la creazione di due standard identici ma identifica due standard tra i quali non ci sono differenze significative.

All'interno di questo ampio progetto rientra il processo iniziato dallo IASB nel 2005 per la modifica dello IAS 39, che sarà oggetto di analisi del capitolo successivo.

3.2 Il principio contabile internazionale IFRS 9

3.2.1 IFRS 9 – Project background

Il principio contabile internazionale IAS 39 è sempre stato un principio molto criticato. Esso è giudicato come troppo complesso non solo dalle entità che utilizzano le sue disposizioni per la contabilizzazione degli strumenti finanziari, ma anche dalle società di revisione dei bilanci e da altri utilizzatori di quest'ultimo. Per tale motivo il testo dello IAS 39 è stato oggetto di varie modifiche e aggiornamenti volti a fornire chiarimenti ed esempi applicativi.

[177] ERNST & YOUNG, *US GAAP versus IFRS*, (ED/2011/12), p. 24.

Come detto in precedenza, il processo per la modifica dello IAS 39, iniziò nel 2005 con l'obiettivo di semplificare le regole previste per la contabilizzazione degli strumenti finanziari ma anche di procedere con il processo di convergenza tra gli IFRS e gli US GAAP.

La crisi finanziaria del 2008 ha contribuito all'accelerazione dei lavori di modifica dello IAS 39. Organismi internazionali come il G20, il Comitato di Basilea e il *Financial Stability Forum* richiedevano l'apporto di modifiche al più presto. Quest'ultime dovevano essere rivolte non solo alla semplificazione delle regole contabili previste per gli strumenti finanziari ma anche alla riduzione dell'ambito di applicazione del *fair value*. Il *fair value* veniva giudicato come […una misura poco affidabile ed estremamente soggettiva in presenza di mercati illiquidi][178].

In seguito a queste richieste lo IASB ha velocizzato i lavori in modo tale da poter sostituire nel più breve tempo possibile lo IAS 39 con un nuovo principio contabile, l'IFRS 9.

Questo nuovo progetto venne suddiviso in tre fasi:

1. **Classificazione e misurazione**: l'IFRS 9 è stato pubblicato nel novembre del 2009 e in questa prima pubblicazione trattava solamente le attività finanziarie. Circa un anno dopo, nel ottobre del 2010 furono aggiunte le disposizioni relative alle passività finanziarie;
2. ***Impairment methodology***: fase rivolta a migliorare la misurazione del costo ammortizzato. Nel novembre del 2009 fu pubblicato l'*Exposure Draft* dal titolo "*Financial Instruments: Ammortized cost and Impairment*" seguito dal documento supplementare "*Financial Instruments: Impairment*" pubblicato nel gennaio 2011;
3. ***Hedge Accounting***: fase rivolta a riconsiderare le regole dell'*hedge accounting* previste dallo IAS 39. Nel settembre 2012 fu pubblicato il *Final Draft* contenente le nuove disposizioni in tema di *hedge accounting* le quali compongono il capitolo 6 dell'IFRS 9.

[178] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, *op. cit*., p. 174.

Nel luglio 2014 lo IASB ha pubblicato la versione finale dell'IFRS 9 che accoglie i risultati delle suddette fasi e sostituisce le versioni precedenti dello stesso principio. Con quest'ultima pubblicazione, l'IFRS 9 è da può essere considerato completo[179]. Il nuovo principio è applicabile a partire dal gennaio 2018, tuttavia lo IASB consente una sua applicazione anticipata, a partire da febbraio 2015. Viene richiesto in questo caso alle entità di attenersi alle regole previste nell'ultima versione pubblicata nel luglio 2014[180].

Nei paragrafi che seguono verranno analizzate le novità introdotte dall'IFRS 9 riguardanti gli strumenti derivati, quindi l'attenzione sarà rivolta alla prima e terza fase del progetto di sostituzione dello IAS 39.

3.2.2 Novità in tema di classificazione e valutazione

Una prima novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda il criterio di classificazione degli strumenti finanziari. Si ricorda che lo IAS 39 prevede che la classificazione iniziale avvenga in base alle intenzioni del management circa la destinazione d'uso dello strumento finanziario. L'IFRS 9 segue un approccio differente, esso prevede che la classificazione venga fatta tenendo conto della modalità con cui l'azienda svolge la sua attività (*business model*[181]) e delle caratteristiche dei *cash flow* relativi allo strumento finanziario. Diversamente dallo IAS 39, il quale prevede quattro categorie di attività finanziarie, il nuovo principio ne prevede solamente due, ossia, le attività finanziarie valutate al *fair value* e quelle valutate al costo ammortizzato.

Secondo le disposizioni dell'IFRS 9[182], un'attività deve essere classificata tra gli strumenti finanziari valutati al costo ammortizzato qualora sussistono le seguenti due condizioni:

1. l'attività è gestita all'interno di un *business model* con l'obiettivo di beneficiare dei flussi di cassa contrattuali;

[179] DELOITTE, *Tech update, "Accounting and regulatory news",* bollettino n° 4, 2014, p. 6.
[180] *IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments"*, 2014, p. 30.
[181] *IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments"*, 2014, p. 8, definisce il *business model*: "refers to how an entity manages its financial assets in order to generate cash flows by collecting contractual cash flow, selling financial assets or both".
[182]IFRS 9, par. 4.1.2.

2. l'attività è caratterizzata da flussi periodici riguardanti il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale.

Qualora queste condizioni non sono soddisfate, l'attività deve essere valutata al *fair value*.

Al fine di determinare il *business model* dell'impresa è necessario svolgere un'analisi delle sue consuetudini riguardo la gestione di un portafoglio di strumenti finanziari e non solamente riguardo allo strumento preso in considerazione. Il *business model* può essere determinato osservando le attività che l'impresa concretamente pone in essere per il raggiungimento dei propri obiettivi. Delle informazioni molto utili possono essere ricavate ad esempio dal *business plan*[183].

L'obiettivo finale è quello di stabilire se l'impresa detiene l'attività finanziaria con l'obiettivo di guadagnare dagli incrementi di valore oppure detenere l'attività in portafoglio e incassare periodicamente i flussi finanziari contrattualmente previsti. Riguardo a quest'ultima ipotesi viene precisato che non è indispensabile che l'impresa detenga lo strumento in portafoglio fino alla sua naturale scadenza. La vendita dell'attività finanziaria prima della scadenza non preclude l'utilizzo del metodo di valutazione del costo ammortizzato. Questa rappresenta un importante novità introdotta dall'IFRS 9 con la quale è stata eliminata la *tainting rule*[184]. Infine, non viene esclusa la possibilità che una stessa impressa abbia più modelli di gestione dei portafogli di strumenti finanziari con la conseguente possibilità di utilizzare entrambi i modelli di valutazione.

Per quanto riguarda le caratteristiche dei flussi di cassa, come visto sopra, essi devono consistere in pagamenti per interessi o per rimborsi di capitale. Il loro ammontare può essere fisso o variabile e in questo secondo caso deve essere agganciato ad un parametro misurabile e predefinito il quale non è in alcun modo ancorato alle performance del debitore[185].

---

[183] *IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments"*, 2014, p. 8.

[184] Regola che sanziona le imprese le quali cedono anticipatamente un'attività finanziaria classificata nella categoria *Held to Maturity* (*HtM*), a riclassificare al *fair value* tutti gli strumenti finanziari classificati nella stessa categoria.

[185] Per approfondimenti sulle caratteristiche degli strumenti valutabili al costo ammortizzato vedi: C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, *op. cit.*, pp. 176-179.

Tornando ora alla valutazione al *fair value*, sono valutate secondo questo criterio non solo le attività finanziarie le quali non soddisfano le due condizioni sopra esaminate, ma anche tutte le attività le quali pur rientrando tra quelle valutate al costo ammortizzate, sono valutate al *fair value* in seguito all'esercizio della *fair value option*. Tuttavia, bisogna precisare che l'IFRS 9 ha limitato il campo di applicazione dell'opzione prevedendo il suo utilizzo solamente nel caso in cui consenta di eliminare l'asimmetria contabile[186].

Un'ulteriore novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda gli strumenti finanziari derivati incorporati negli strumenti finanziari ibridi. Nel paragrafo 4.3.2 il principio prevede che, nel caso in cui il contratto principale sia un'attività finanziaria, non si deve procedere alla separazione del derivato dal contratto ospite. L'intero strumento deve essere valutato al *fair value* oppure al costo ammortizzato seguendo le regole previste in generale per le attività finanziarie. Qualora, invece, lo strumento principale non sia un'attività finanziaria è possibile procedere alla valutazione separata del derivato a condizione che il *fair value* di quest'ultimo sia determinabile e sussistano le condizioni previste dallo IAS 39. Rimane valida la possibilità di utilizzare la *fair value option* anche in presenza delle condizioni per la valutazione separata dello strumento ibrido.

Per quanto riguarda le passività finanziarie l'impostazione dell'IFRS 9 rimane la stessa dello IAS 39 dato che i feedback pervenuti allo IASB da parte dei principali interlocutori sono state positive. Di conseguenza, la maggior parte delle passività finanziarie vengono valutate al costo ammortizzato. Vengono invece valutate al *fair value* le passività finanziarie detenute a scopo di negoziazione dove rientrano anche i derivati passivi, e anche le passività finanziarie per le quali è stata esercitata la *fair value option*. In questi due ultimi casi la passività viene valutata al *fair value.* Le variazioni nel *fair value* vengono rilevate in conto economico.

Se nel caso di passività detenute a fini di negoziazione la valutazione al *fair value* è una pratica condivisa, la valutazione delle passività al *fair value* in seguito all'esercizio della *fair value option* è sempre stata oggetto di critiche. Le critiche nascevano in seguito del

[186] Si ricorda che lo IAS 39 prevede tre casi di utilizzo del *fair value*: 1- quando consente di ridurre l'asimmetria contabile derivante dalla differente valutazione di strumenti finanziari tra loro connessi; 2- quando si gestisce un gruppo di strumenti finanziari il cui rendimento è valutato in base al *fair value*; 3- in presenza di un derivato incorporato in uno strumento finanziario ibrido.

fatto che quando il merito creditizio dell'impresa peggiorava, il *fair value* della passività diminuiva e comportava l'iscrizione di un componente positivo di reddito in conto economico. Le imprese realizzerebbero quindi dei risultati migliori in seguito alla riduzione del proprio merito di credito. Lo IASB è intervenuto al fine di modificare la modalità di rilevazione contabile dell'operazione. L'IFRS 9 prevede infatti che la variazione di *fair value* della passività attribuita alla variazione del merito di credito della stessa entità che redige il bilancio deve essere rilevata nel prospetto O.C.I e non più nel reddito d'esercizio[187]. Viene inoltre esclusa ogni possibilità di riclassificare l'ammontare dell'O.C.I. in conto economico al momento dell'estinzione della passività. Lo stesso principio precisa che qualora la rilevazione della variazione di *fair value* nel O.C.I. sia fonte di asimmetria contabile, anche la variazione di *fair value* della passività finanziaria dovuta al rischio di credito deve essere rilevata nel reddito d'esercizio.

Infine, l'IFRS 9 tratta anche il tema delle riclassificazioni. Esso prevede la possibilità di riclassificare un'attività da una categoria ad un altra solamente nel caso in cui l'azienda modifichi il proprio *business model*. Tale possibilità rimane tuttavia esclusa per tutte le passività finanziarie e per le attività finanziarie valutate in base alla *fair value option*. Sono esclusi dalla possibilità di riclassifica inoltre, anche i derivati non detenuti con finalità di copertura i quali non possono essere riclassificati all'interno di una categoria differente rispetto alla *Held for Trading*.

3.2.3 Novità in tema di *hedge accounting*

Come visto sopra, la revisione delle regole di *hedge accounting* ha costituito la terza fase del progetto di sostituzione del principio contabile internazionale IAS 39. Le nuove regole furono pubblicate nel novembre 2013 e non hanno subito modifiche fino alla pubblicazione della versione finale dell'IFRS 9 di luglio 2014.

Le regole di *hedge accounting* sono indispensabili per la contabilizzazione di una relazione dei copertura in quanto, come visto in precedenza, consentono di ridurre l'asimmetria contabile derivante dalla valutazione separata di poste di bilancio tra loro economicamente correlate. Tuttavia, anche questa parte dello IAS 39 è stata oggetto di

[187] *DELOITTE, Tech update, "Accounting and regulatory news", bollettino n° 4, 2014,* p. 8.

critiche continue. L'applicazione di tali regole si rileva infatti particolarmente complessa e onerosa per l'impresa a causa della presenza di requisiti molto stringenti. Non mancano i casi in cui le imprese per non incorrere in asimmetrie contabili scelgono di intraprendere una copertura non ottimale oppure nel caso più estremo, di non effettuare alcuna copertura[188]. Inoltre, molte delle entità che utilizzano tali regole per la contabilizzazione delle relazioni di copertura ritengono che esse non permettono di riflettere adeguatamente le pratiche di *risk management* intraprese dalle stesse[189].

È necessario considerare a questo punto il fatto che le regole di *hedge accounting* contenute nello IAS 39 furono sviluppate in un momento in cui l'attività di copertura nelle imprese era una novità e non era sviluppata nella misura in cui è sviluppata ai giorni nostri dove la copertura dei rischi è diventata una pratica comune nelle imprese. Di conseguenza è aumentata l'esigenza di aumentare l'informazione riguardo la natura dei rischi ai quali l'azienda è esposta, le azioni intraprese dal management per far fronte a tali rischi e l'efficacia delle strategie poste in essere per la loro gestione. Molti investitori ritengono che le attuali regole di *hedge accounting* non siano in grado di fornire tali informazioni e considerano i requisiti dello IAS 39 troppo "arbitrari" e "*rule-based"*. Gli stessi richiedono che ci sia un maggior allineamento di tali regole con l'attività di *risk management*[190].

In risposta ad un crescente utilizzo delle attività di copertura nelle imprese e alle osservazioni degli utilizzatori del bilancio, lo IASB ha deciso di intraprendere una profonda revisione delle regole di *hedge accounting* introducendo significativi cambiamenti volti ad allineare quest'ultime con l'attività di *risk management*. L'obiettivo delle nuove regole di *hedge accounting* è quello di rappresentare nel bilancio l'effetto dell'attività di *risk managment* quando vengono utilizzati degli strumenti finanziari per gestire l'esposizione a particolari rischi che possono avere degli effetti nel conto economico[191].

La revisione dello IAS 39 ha riguardato diversi aspetti analizzati in seguito.

---

[188] Glaum M., Klocker A., "Hedge accounting and its influence on financial hedging: when the tail wags the dog" in *Accounting and Bunisess Research*, 41, 5, 2011, pp. 459-489.
[189] *IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments"*, 2014, p. 25.
[190] Ibid.
[191] Ibid.

3.2.4 Novità nella designazione degli strumenti di copertura e degli elementi coperti

Una prima importante novità introdotta dal nuovo principio contabile internazionale, IFRS 9 consiste nell'ampliamento della nozione di strumento di copertura ed elemento coperto. Cosi come previsto dallo IAS 39 possono essere strumenti di copertura tutti i derivati (ad eccezion delle opzioni emesse). Con le nuove disposizioni, si affiancano ai derivati anche gli strumenti finanziari non derivati appartenenti alla categoria *Fair Value through Profit or Loss* (*FVtPL*) a condizione che l'oggetto della copertura siano rischi separatamente individuabili (ad esempio, rischio di tasso di interesse, rischio di credito, ecc.)[192]. Non è ammesso l'assegnazione come strumento di copertura di attività/passività finanziarie valutate al costo ammortizzato, tuttavia l'impresa può in questo caso esercitare la *fair value option*. Lo IASB precisa inoltre che il divieto riguarda anche le passività finanziarie non derivate per le quali è stata esercitata la *fair value option*, qualora la variazione di valore dovuta al rischio di credito sia rappresentata nell'O.C.I.[193].

In un ottica di un miglior allineamento con il *risk management*, l'IFRS 9 allarga anche la nozione di elemento coperto includendo oltre alle fattispecie previste dallo IAS 39 (attività e passività iscritte in bilancio, impegni irrevocabili, programmate operazioni future altamente probabili e gli investimenti netti in gestioni estere) anche ulteriori fattispecie[194].

L'IFRS 9 permette infatti la designazione come elemento coperto di una parte della variazione del *fair value* di un'attività o passività non finanziaria dovuta ad un rischio separatamente identificabile. Si ricorda che lo IAS 39 consente la copertura di componenti di elementi finanziari ma non la copertura di componenti di elementi non finanziari. L'IFRS 9 esclude quindi la distinzione tra i diversi tipi di elementi coperti, l'importante è che la componente di rischio sia identificata e misurata in modo attendibile[195].

---

[192] Si ricorda che lo IAS 39 consente l'utilizzo di attività o passività finanziarie non derivate per la copertura del solo rischio di cambio.
[193] IASB, Draft of chapter 6 of IFRS 9, 2012, par. 6.2.2.
[194] IASB, Draft of chapter 6 of IFRS 9, 2012, par. 6.3.
[195] *IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments"*, 2014, p. 27.

Un'ulteriore novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda la possibilità di designare come elemento coperto una combinazione di strumenti derivati e non derivati. Lo IAS 39 richiede in questo caso la separazione dello strumento derivato dalla combinazione e la designazione come elemento coperto solamente della parte rimanente, non derivata. La nuova modalità prevista dall'IFRS 9 non solo semplifica la procedura di designazione dell'elemento coperto, evitando lo scorporo degli elementi costituenti la combinazione, ma allo stesso tempo consente un avvicinamento alle politiche di *risk management*[196].

Infine, un'ultima novità riguardante gli elementi coperti consiste nella possibilità di designare come elemento coperto una parte del valore nominale dello strumento (denominata "strato") che è diversa dalla copertura di una proporzione del valore nominale prevista dallo IAS 39[197].

Per quanto riguarda la documentazione formale riguardante la relazione di copertura le disposizioni contenute nell'IFRS 9[198] sono le stesse previste dallo IAS 39.

3.2.5 Novità in tema di verifica dell'efficacia della copertura

Dato che i requisiti in termini di valutazione dell'efficacia della copertura da rispettare per l'applicazione delle regole di *hedge acocunting* previsti dallo IAS 39 venivano giudicati come troppo stringenti, il lavoro dello IASB si è orientato alla loro semplificazione. Il paragrafo 6.4.1 lettera "c" espone i nuovi requisiti da soddisfare per poter considerare efficace una relazione di copertura.

L'IFRS 9 pone particolare importanza alla presenza di una relazione economica tra gli strumenti che fanno parte della copertura. Quest'ultima viene verificata quando lo strumento di copertura e l'elemento coperto si muovono in direzione opposta, al verificarsi del medesimo rischio oggetto di copertura[199]. Affinché si verifichi la compensazione delle variazioni nel *fair value* degli strumenti è necessario che esista un legame tra i sottostanti dei due strumenti coinvolti nella copertura, in modo tale che la variazione di uno comporti la variazione di segno opposto dell'altro.

---

[196] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, p. 195.
[197] Per approfondimenti vedi: KPMG, "New on the Horison: Hedge accounting", 2012, KPMG.com/ifrs.
[198] Par. 6.4.1 lett. "b".
[199] IFRS 9 par. B6.4.3.

Un'ulteriore punto di attenzione riguarda il rischio di credito. L'IFRS 9 richiede infatti che il rischio di credito riguardante lo strumento di copertura e l'elemento coperto non sia il rischio dominante nel provocare le variazioni di *fair value* dei due strumenti. Oltre alla difficoltà di stimare tale rischio all'interno dei test di efficacia, una sua dominante influenza nella variazione del fair value dei due strumenti comprometterebbe la compensazione delle variazioni di *fair value*, con conseguente inefficacia della copertura. Si nota come gli *swaps*, cosi come tutti i derivati negoziati nel mercati *Over the Counter*, non disponendo di un sistema di margini di garanzia, potrebbero non soddisfare questa condizione prevista dall'IFRS 9.

Cosi come lo IAS 39, il nuovo principio contabile prevede l'effettuazione di test di efficacia all'inizio della relazione di copertura e in modo continuato nel corso della vita della stessa. Tuttavia, diversamente dal vecchio principio contabile, l'IFRS 9 richiede l'effettuazione dei soli test prospettici, mentre sono stati eliminati i test retrospettivi. Di conseguenza, qualora un evento temporaneo avesse causato l'inefficacia della copertura, l'impresa continua può continuare ad utilizzare le regole di *hedge accounting* qualora la stessa si attende una copertura altamente efficace nel futuro.

Riguardo alle metodologie di utilizzare per valutare l'efficacia di una relazione di copertura, l'IFRS 9, cosi come lo IAS 39 non impone l'utilizzo di particolari metodi ma si limita a fornire delle linee guida che consentono di valutare la correttezza della metodologia utilizzata[200].

Un'importante novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda la possibilità di utilizzare metodologie qualitative per la verifica dell'efficacia della relazione di copertura qualora gli strumenti coinvolti nella relazione di copertura presentano caratteristiche tecniche strettamente correlate. L'efficacia in termini quantitativi è infatti presunta qualora gli strumenti presentino lo stesso sottostante, lo stesso valore nozionale e durata. Per contro, qualora le caratteristiche tecniche sono simili ma non identiche, si ritiene necessario procedere con una valutazione quantitativa dell'efficacia della copertura.

L'IFRS 9 ha inoltre eliminato il *range* obbligatorio 80-125%, all'interno del quale doveva posizionarsi il risultato del rapporto di copertura per poter considerare

[200] IFRS 9, paragrafi dal B6.4.12 al B6.4.18.

quest'ultima efficace. Il nuovo principio richiede invece che […la relazione di copertura sia in grado di minimizzare l'inefficacia attesa nella relazione[201]]. Questa condizione viene verificata quando le variazioni nello strumento di copertura e nell'elemento tendono principalmente a compensarsi nel tempo e non risultano sistematicamente una maggiore/minore dell'altra.

Un'ultima novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda la possibilità di "ribilanciare" una relazione di copertura qualora la stessa non soddisfa più i requisiti di efficacia previsti dal principio internazionale[202]. Si precisa però che la procedura è ammessa solamente nei casi in cui l'inefficacia della copertura è provocata da cambiamenti esogeni e non derivi da scelte del management. È importante che lo scopo della relazione di copertura continui ad essere conforme agli obiettivi di *risk management*.

Il ribilanciamento di una relazione di copertura è invece necessaria quando si verifica un mutamento nelle caratteristiche tecniche di uno dei due strumenti coinvolti nella copertura con la conseguente inefficacia della copertura. Se il ribilanciamento non comporta il ritorno dell'efficacia la relazione di copertura viene sospesa.

3.2.6 Modalità di contabilizzazione delle operazioni di copertura

Lo IASB, nel progetto di sostituzione dello IAS 39 non ha apportato rilevanti cambiamenti alle modalità di contabilizzazione delle operazioni di copertura.

Una delle poche novità introdotte con l'IFRS 9 riguarda la rilevazione degli strumenti rappresentativi di capitale (non detenuti a scopo di negoziazione) qualora questi siano coinvolti in una *fair value hedge*. Si precisa, che riguardo a questi strumenti, l'IFRS 9 consente alle imprese di scegliere se rilevare le loro variazioni di *fair value* nel OCI oppure nel reddito d'esercizio.

Qualora l'oggetto della relazione di copertura sia uno strumento rappresentativo di capitale per il quale l'impresa abbia deciso di rilevare le variazioni di *fair value* nell'OCI, l'IFRS 9, prevede che in questo caso è lo strumento di copertura che segue il

[201] C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, p. 200.
[202] IFRS 9, par. 6.5.5.

trattamento contabile dell'elemento coperto, e non viceversa, come sistematicamente avviene nelle coperture di *fair value*.

Un'ulteriore novità introdotta dall'IFRS 9 riguarda la possibilità di coprire gli strumenti finanziari valutati al costo ammortizzato non solo dalle variazioni di valore derivanti attribuibili al rischio di cambio e al rischio di credito ma anche alle variazioni dovute al rischio di tasso di interesse. Viene inoltre precisato che gli strumenti valutati al costo ammortizzato devono essere gestiti nell'ambito di un modello di business rivolto a incassare i flussi finanziari previsti contrattualmente, ma l'impresa non è obbligata a detenere lo strumento fino alla scadenza ma può procedere alla sua vendita anche prima di date data.

Infine, l'IFRS 9 non prevede l'utilizzo del trattamento *no basis adjustment* qualora l'oggetto della copertura di cash flow sia un'operazione programmata altamente probabile. Lo IASB motiva l'abolizione di questo trattamento contabile facendo notare che seguendo tale trattamento due attività vengono iscritte in bilancio allo stesso valore iniziale anche se presentano profili di rischio diversi (ad esempio, perché un'attività appartiene ad un azienda che ha posto in essere una copertura mentre l'altra attività è detenuta da un'azienda che non ha stipulato alcun contratto di copertura).

Capitolo 4

Utilizzo degli strumenti derivati swap in Albania

4.1 Il mercato finanziario in Albania

Breve storia

Dal 1946 al 1990 l'Albania ha vissuto sotto un duro regime comunista che l'ha isolata molto dagli altri paesi.

Dopo la caduta di tale regime, l'economia del paese si presentava debole ma tuttavia con molte potenzialità per uno sviluppo futuro. Hanno contribuito al rilancio dell'economia le politiche di liberalizzazione fatte dal governo democraticamente eletto nel 1992, dopo le quali l'economia iniziò a crescere a ritmi elevati. Nel 1997, il paese si trovò di nuovo in difficoltà. La caduta di schemi piramidali che promettevano tassi di interesse esorbitanti ha provocato il collasso sociale ed economico del paese che presto si è trovato ad affrontarsi con una guerra civile. Il nuovo governo insediato nello stesso anno ha urgentemente adottato misure volte a ristabilire l'ordine pubblico e a rigenerare le attività economiche e il commercio.

Il 1998 ha segnato l'inizio di un periodo positivo per il paese. C'è stato infatti una notevole riduzione della povertà e l'economia cresceva a ritmi elevati. Tale trend positivo fu però frenato dalla crisi finanziaria del 2008 la quale ha comportato conseguenze negative anche nell'economia dell'Albania.

Attualmente il paese è sottoposto ad un intensivo regime di ristrutturazione macroeconomica sotto la sorveglianza del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale.

Le imprese e il mercato finanziario in Albania

Il sistema finanziario albanese è un sistema ancora nelle prime fasi di sviluppo[203]. Esso si basa fortemente sugli istituti bancari ed è dominato dalla presenza di banche estere. Nonostante il basso livello di sviluppo dei servizi bancari, rispetto agli altri paesi dell'area, quest'ultimo rimane il settore più sviluppato del sistema finanziario albanese.

Dall'altra parte il settore finanziario non bancario risulta molto meno sviluppato rispetto a quello bancario ed è dominato dalle compagnie assicurative. Inoltre, in Albania non vi è ancora un mercato dei capitali funzionante come in tutti i paesi dell'area e questo frena lo sviluppo del mercato finanziario.

Per quanto riguarda le imprese si nota che le stesse sono poco interessate ad orientarsi verso il mercato dei capitali, essendo abituate a rapportarsi solamente con le istituzioni bancarie[204]. Le stesse sono inoltre poco informate sul funzionamento di questo mercato, sulle sue istituzioni e sulle sue regole.

Riguardo ai derivati si nota che i principali utilizzatori di questi strumenti sofisticati sono la Banca d'Albania e le istituzioni del Governo albanese. Tali strumenti sono caratterizzati da un rischio molto elevato e viene suggerita un'elevata prudenza nel loro utilizzo[205].

La stessa Autorità di vigilanza finanziaria[206] precisa che prima di intraprendere un'azione in questa tipologia di strumenti , l'investitore deve aver prima compreso la natura e il grado di esposizione al rischio che dagli stessi deriva. Il grado di cautela degli investitori deve poi essere ancora più elevato quanto si negoziano titoli non quotati in mercati regolamentati, data la difficoltà a determinare il loro prezzo.

Infine, la stessa autorità raccomanda che l'investimento in strumenti finanziari derivati non è adatto per la maggior parte degli investitori.

---

[203] A. MALLTEZI, J. RYSTEMAJ, L PELINKU, *Aspekte te se drejtes se bisnesit ne Shqiperi*, Mediaprint, Tirane, 2013, pg. 37.

[204] Gjergji (2010) "*Zhvillimi i tregut te kapitaleve në shqiperi dhe nevoja për një bursë të re me kapital privat*". *http://www.pdfio.com/k-1079857.html.*

[205] Autorità di Vigilanza Finanziaria, "L'investimento in titoli e i possibili rischi", materiale educativo, p.8-9. http://www.amf.gov.al.

[206] Autoriteti i Mbikqyerjes Financjare (AMF). Autorità creata nel 2006 dalla fusione di tre autorità di vigilanza operanti nel campo assicurativo, dei titoli e delle pensioni. È un'autorità con funzioni di regolamentazione e vigilanza del settore finanziario non bancario. www.amf.gov.al.

4.2 L'utilizzo dei derivati swap in Albania

Come detto in precedenza i principali utilizzatori degli *swaps* in Albania sono la Banca d'Albania e le istituzioni del governo.

Tali contratti vengono utilizzati per gestire l'esposizione degli strumenti del debito pubblico al rischio di variazione del tasso di interesse o del tasso di cambio[207]. I gestori del debito pubblico sostengono infatti la tesi che la combinazione del debito a lungo termine con un *interest rate swap* risulta meno costosa dell'emissione di uno strumento del debito pubblico a breve termine[208].

I due principali attori coinvolti in operazioni con derivati *swap* sono la Banca d'Albania e il Ministero delle Finanze. Infatti sono comuni gli *swaps* stipulati tra queste due istituzioni. L'operazione prevede lo scambio delle riserve in valuta estera della banca per il *lek* e viene utilizzata dalla banca con l'obiettivo di gestire le sue riserve di valuta in eccesso e dal Ministero delle Finanze con l'obiettivo di gestire la sua liquidità[209].

Nel dicembre del 2012 la Banca d'Albania ha stipulato un importante accordo ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) con la Banca dei regolamenti internazionali (BRI). Questo accordo consentirà alla Banca d'Albania di poter stipulare dei contratti *swap* anche con la BRI, aumentando di conseguenza gli strumenti a disposizione per poter gestire al meglio la propria riserva di valuta[210].

<u>*Swap* tra Banca d'Albania e Banca Popolare Cinese</u>

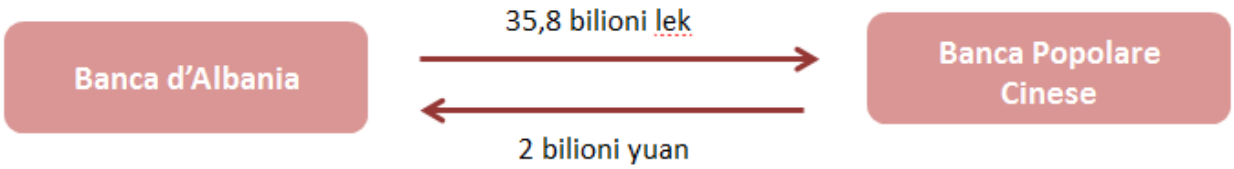
Un'ulteriore importante accordo di *swap* è quello stipulato nel settembre del 2013 tra la Banca d'Albania e la Banca Popolare Cinese. Le due istituzioni hanno stipulato un contratto *swap* per lo scambio bilaterale delle rispettive monete nazionali, ovvero il *lek* albanese e il yuan cinese.

---

[207] Keshilli i larte i shtetit-, "Standarte nderkombetare auditimi mbi borxhin pubblik", Tirane, 2013, p. 201.
[208] Ibid, p. 202
[209] Relazione annuale della Banca d'Albania, 2014, p. 171
[210] Relazione annuale della Banca d'Albania, 2012, p. 110.

L'accordo prevedeva lo scambio di 2 bilioni di yuan per 35,8 bilioni di *lek*. La durata del contratto era stata fissata per tre anni. Tuttavia le parti hanno la possibilità di allungare la sua scadenza.

Figura 4.1 Lo *swap* tra Banca d'Albania e Banca Popolare Cinese



Fonte: Elaborazione dell'autore

L'accordo di *swap* stipulato con la Banca Popolare Cinese è considerato un importante passo verso il rafforzamento dei rapporti commerciali con la Cina la quale è uno dei tre più importanti partner commerciali dopo la Grecia e l'Italia. Inoltre, si attende che esso abbia anche un impatto positivo sullo sviluppo del mercato finanziario in Albania.

Lo *swap* viene considerato un utile strumento per stimolare le relazioni commerciali tra i due paesi. Questo in quanto tramite questo strumento il sistema bancario albanese ha la possibilità di accedere alla moneta cinese. Di conseguenza le banche possono dare prestiti in valuta agli importatori ed esportatori albanesi che hanno rapporti commerciali con la Cina.

Inoltre lo *swap* viene visto come uno strumento utile a promuovere gli investimenti cinesi in Albania dato che gli investitori cinesi si sentiranno più sicuri a investire in questo paese potendo facilmente soddisfare le loro esigenze di liquidità.

4.3 Norme contabili per la contabilizzazione degli strumenti finanziari

Il principio contabile di riferimento per la contabilizzazione degli strumenti finanziari in Albania è il Standard Nazionale di Contabilità SNC 3[211].

[211] Standardi Kombetar i Kontabilitetit, SKK3.

Tale principio è stato emanato dal Consiglio Nazionale di Contabilità e promulgato dal Ministero delle Finanze, con la finalità di stabilire le regole di contabilità degli strumenti finanziari in bilancio. Esso è applicabile dal 1 gennaio 2008.

Prima di analizzare il contenuto di questo principio, in relazione agli strumenti finanziari derivati è necessario precisare che dall'anno 2004, l'Albania ha scelto di conformare le sue regole contabili con quelle stabilite dai principi contabili internazionali. Infatti l'SNC 3 si basa sui principi contabili internazionali IAS 32 Strumenti finanziari: esposizione in bilancio, e IAS 39 Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione.

Al paragrafo 4 del SNC 3, si precisa l'applicazione di tale principio agli strumenti finanziari tra i quali vengono individuati anche i contratti derivati (vengono riportati come esempi gli *swaps*, i *forward*, le opzioni).

Lo stesso principio al paragrafo 6 definisce strumento finanziario un: "qualsiasi contratto che crea un'attività finanziaria per un'entità e una passività finanziaria o strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità"[212].

Nello stesso paragrafo si trova anche la definizione di strumento derivato. Per essere considerato tale uno strumento finanziario deve avere le tre seguenti caratteristiche:

1. il suo valore cambia in risposta a un tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario, prezzi delle materie prime, il tasso di cambio, indice di prezzi o altri indicatori simili;
2. Il suo costo iniziale è zero o molto più piccolo rispetto ad altri tipi di contratti, che si attendono vengano influenzati nello stesso modo dai cambiamenti nei fattori di mercato.
3. viene regolato in data futura

<u>Misurazione iniziale</u>

Al paragrafo 7 del SNC 3 si precisa che la rilevazione iniziale delle attività e passività finanziarie deve essere fatta al *fair value* includendo in questo valore anche i costi di

[212]Nello stesso paragrafo del SNC 3 si trovano le definizioni di attività finanziaria, passività finanziaria e strumento rappresentativo di capitale.

transazione. L'unica eccezione a questa regola è prevista per le attività e passività valutate al *fair value* rilevato in conto economico dove rientrano anche i contratti derivati. Quest'ultimi vengono rilevati al *fair value* senza includere i costi di transazione i quali vengono direttamente imputati in conto economico.

Valutazione successiva

La valutazione successiva delle attività o passività finanziarie viene fatta in base a due criteri: il criterio del costo e il criterio del costo ammortizzato[213].

Vengono esclusi da questa modalità di valutazione gli strumenti derivati i quali anche nella valutazione successiva devono continuare ad essere valutati al *fair value*. Viene inoltre previsto che come minimo, ad ogni data di chiusura del bilancio, venga effettuato l'adeguamento al *fair value* rilevando la differenza nel conto economico dell'esercizio[214].

Per quanto riguarda le modalità di determinazione del *fair value* di uno strumento finanziario (quindi anche dei derivati) si precisa che il miglior indicatore del *fair value* di uno strumento finanziario è il suo valore di mercato[215].

In assenza di un mercato attivo, il *fair value* può essere determinato utilizzando i seguenti metodi:

- osservando recenti transazioni di strumenti finanziari simili;
- attualizzando i flussi di cassa dello strumento (in questo caso, il tasso di sconto utilizzato è il tasso di rendimento per gli strumenti finanziari simili).

Un'ulteriore punto importante è quello delle informazioni integrative in merito ai derivati. Viene infatti richiesto di riportare nel report annuale informazioni riguardo al valore del derivato all'inizio e alla fine dell'esercizio e anche di rendere noto le

[213] SNC par. 11.
[214] SNC par. 22 – 23.
[215] SNC par. 25.

caratteristiche di quest'ultimi in termini di sottostante, valore nozionale, scadenza, pagamenti, ecc.[216].

Infine, con riguardo all'eliminazione dalla contabilità dei derivati è necessario fare riferimento alle regole previste per le attività e le passività finanziarie secondo le quali[217]:

- Un'attività viene eliminata dalla contabilità quando:
  - l'entità perde il diritto ai flussi finanziari provenienti dall'attività:
  - trasferisce i flussi finanziari e anche una gran parte dei rischi e benefici derivanti dal possesso dell'attività .
- Una passività viene eliminata dalla contabilità quando essa viene estinta, annullata oppure giunge a scadenza.

[216] SNC par. 54.
[217] SNC par. 36 e 41.

Conclusioni

Le imprese utilizzano gli *swaps* principalmente per finalità di negoziazione e di copertura. A seconda dell'utilizzo cambiano le regole della loro contabilizzazione.

Uno *swap* stipulato con finalità di negoziazione viene rilevato in contabilità tra le attività o passività finanziarie al suo *fair value*. Le variazioni del *fair value* devono essere rilevate in conto economico.

Qualora l'impresa utilizzi tale strumento per finalità di copertura essa deve fare riferimento alle regole di *hedge accounting*. Anche se l'applicazione di tali regole è facoltativa, l'impresa deve soddisfare una serie di requisiti molto stringenti per poter applicare queste regole le quali consentono ad essa di eliminare le asimmetrie derivanti dall'utilizzo di criteri differenti, utilizzati per la valutazione dell'elemento coperto e del derivato di copertura. Infatti, il principio contabile IAS 39 prevede che l'impresa prima di iniziare una relazione di copertura deve preparare una documentazione formale contente informazioni riguardo alla strategia di *risk management* perseguita dalla stessa. Viene altresì richiesto di preparare una documentazione contenente informazioni specifiche riguardo alla copertura posta in essere. In quest'ultima viene specificato qual è lo strumento di copertura utilizzato, l'elemento oggetto della copertura, il rischio coperto, ecc..

A seconda delle sue esigenze, l'impresa decide di porre in essere una determinata tipologia di copertura, scegliendo tra la copertura del *fair value*, la copertura dei *cash flow* oppure la copertura di un investimento netto in una gestione estera.

Le regole per la valutazione del derivato e dell'elemento coperto cambiano a seconda della specifica tipologia di copertura. In una copertura del *fair value* l'elemento coperto segue il trattamento contabile riservato al derivato di copertura. Entrambi gli strumenti vengono quindi valutati al *fair value* e le variazioni nel *fair value* vengono contabilizzate in conto economico.

Nel caso di una copertura di cash flow oppure di un investimento netto in una gestione estera, è il derivato che si "adegua" alla modalità di contabilizzazione dell'elemento coperto. Dato che in questi casi i flussi coperti andranno ad influenzare il bilancio in un

momento futuro, le variazioni nel *fair value* del derivato non vengono rilevate in conto economico ma in una riserva di patrimonio netto. Esse andranno a influenzare il conto economico solo nel momento in cui anche i flussi futuri influenzeranno lo stesso.

Per quanto riguarda le regole per la contabilizzazione dei derivati previsti dal principio contabile statunitense FAS 13,3 si nota che non ci sono differenze rilevanti tra quest'ultimo e il principio contabile internazionale IAS 39. Anche se la definizione di strumento derivato riportata da quest'ultimo cambia leggermente rispetto alla definizione data dallo IAS 39, gli strumenti che rientrano nella categoria dei derivati sono principalmente gli stessi. Anche le regole per la rilevazione in bilancio dei derivati non differiscono rispetto allo IAS 39. Per quanto riguarda invece, le regole di *hedge accounting* si notano due principali differenze. Nella valutazione dell'efficacia della relazione di copertura il FAS 133 non prevede un *range* all'interno del quale deve posizionarsi il risultato della copertura per poter considerare quest'ultima efficace. Inoltre, il FAS 133 a differenza dello IAS 39 prevede il *c.d short cut method*. Questo metodo consente, quando lo strumento di copertura utilizzato è un IRS, di considerare la copertura altamente efficace se le caratteristiche tecniche dell'IRS e della posta coperta coincidono.

Con l'Accordo di Norwalk stipulato nell'ottobre del 2012 tra il IASB e il FASB, le due istituzioni hanno iniziato un ampio progetto finalizzato a rendere pienamente compatibili i due principi contabili di riferimento e a mantenere tale compatibilità anche nel futuro.

Fa parte di questo ampio progetto anche il processo di modifica dello IAS 39 nel nuovo principio contabile IFRS 9. L'IFRS 9 sarà applicabile a partire dal gennaio 2018 ma è comunque prevista una sua applicazione anticipata, precisando che in questo caso le imprese devono attenersi alle disposizioni contenute nella versione di luglio 2014 dello stesso.

Per quanto riguarda l'Albania si nota come il basso livello di sviluppo del mercato finanziario condiziona l'utilizzo degli strumenti *swaps* da parte delle imprese. A questo si aggiunge anche una bassa cultura di quest'ultime riguardo al mercato finanziario e agli strumenti in esso negoziati. Gli *swaps* sono dunque uno strumento utilizzato

principalmente da istituzioni come la Banca d'Albania e il Ministero delle Finanze che fanno uso di questa operazione, rispettivamente, per gestire le riserve in valuta estera e per gestire la liquidità.

La Banca d'Albania ha inoltre stipulato un accordo di *swap* importante con la Banca Popolare Cinese che precede lo scambio delle rispettive valute. Tale *swap* viene visto come uno strumento utile a rinforzare gli scambi commerciali tra i due paesi e ad attrare gli investitori cinesi in Albania.

Bibliografia

A. MALLTEZI, J. RYSTEMAJ, L PELINKU, *Aspekte te se drejtes se bisnesit ne Shqiperi*, Mediaprint, Tirane, 2013, pg. 37.

A. PARBONETTI, I principi contabili internazionali, Carocci editore, Roma, 2010.

C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali*, Cedam, Padova, 2013.

E. ANGELINI, *Il credit default swap nella gestione del rischio di credito: dinamiche e determinanti del CDS spread*, Torino, Giappichelli, 2013.

F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011.
F. DEZZANI, P. BIANCONE, D. BUSSO, (a cura di), *IAS/IFRS*, Ipsoa, Milano, 2010.

G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008.

G.PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati: aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, Egea, 1997.

J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati* (1946), tr. it E. BARONE (a cura di), Pearson, Milano, 2012[3].

M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1996.

BANCA D'ITALIA, audizione del direttore dot. Saccomani. F., 2007, Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati, Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati

BANCA D'ITALIA, *Lo sviluppo dei prodotti derivati nella realtà italiana. Aspetti di mercato, prudenziali e gestionali*, Banca d'Italia, Centro stampa, Roma, 1995.

CHUANG-CHANG CHANG, SAN-LIN CHUNG, MIN-TEH YU, *Valuation and hedging of differential swaps*, in "The Journal of Futures Markets", Vol. 22, n. 1, 2002, pp. 73–94.
CONSOB, audizione del direttore dot. Tezzon. A., 2007, Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati", Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, pp. 3-4.
F. LAU, *Derivatives in plain words*, Hong Kong Monetary Authority, 1997, p.38.

Glaum M., Klocker A., "Hedge accounting and its influence on financial hedging: when the tail wags the dog" in *Accounting and Bunisess Research*, 41, 5, 2011, pp. 459-489.

DELOITTE, *IFRS and US GAAP*: *A pocket comparison*, (Ed/2007/03)

DELOITTE, Tech update, "Accounting and regulatory news", bollettino n° 4, 2014.

ERNST & YOUNG, *US GAAP versus IFRS*, (ED/2011/12)

IASB, *Draft of chapter 6 of IFRS 9*, 2012, par. 6.2.2.

IASB, Draft of chapter 6 of IFRS 9, 2012, par. 6.3.

IASB, Project summary: " IFRS 9 Financial Instruments", 2014.

KPMG, "New on the Horison: Hedge accounting", 2012, KPMG.com/ifrs.

KPMG, *IFRS compared to US GAAP: An overview*, (ED/2008/05).

PRICE WATERHOUSE COOPERS, *Similarities and differences: A comparison of IFRS and US GAAP*, (ED/2007/10).

Gjergji (2010) "*Zhvillimi i tregut te kapitaleve në shqiperi dhe nevoja për një bursë të re me kapital privat*". *http://www.pdfio.com/k-1079857.html*.

Autorità di Vigilanza Finanziaria, "*L'investimento in titoli e i possibili rischi*", materiale educativo, p.8-9. http://www.amf.gov.al.

IASB, IFRS 9 - "Financial Instruments: classification and measurement".

IASB, IAS 32 - "*Financial Instruments: presentation*".

IASB, IAS 21 - " *The effects of changes in foreign exchange rates*".

IASB, IFRS 7 - "*Financial Instruments: disclosures*".

FASB, FAS 133- "Accounting for derivative instruments and hedging activities".

Siti web

http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/derivatives/index_en.htm

http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/gli-strumenti-derivati-otc-i-nuovi-scenari-normativi

http://www.esma.europa.eu/page/Trade-repositories

www.amf.gov.al.

www.bancaditalia.it

www.bis.org

www.borsaitaliana.it

www.cnstreasury.com/fas133-ias39

www.consob.it

www.ircri.it