

Bilancio, vigilanza e controlli n. 7/2017

Gli strumenti finanziari derivati ed il loro utilizzo nelle imprese italiane

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale presso l'Università Luigi Bocconi di Milano e Ca' Foscari

Una delle principali riforme introdotte dal D.Lgs. 139/2015 che recepisce la Direttiva 2013/34 UE riguarda sicuramente gli strumenti finanziari derivati per i quali si introduce una nuova e articolata disciplina regolamentata dal n. 11-bis, [articolo 2426](#), cod. civ. comma 1 e dal nuovo Documento Oic 32.

La prima applicazione di tale disciplina con riferimento ai bilanci 2016 ha richiesto un grande sforzo alle società e ai professionisti che le seguono per adeguarsi alle richieste normative ma è rimasta netta la sensazione che l'adeguamento sia stato più formale che sostanziale rinviando agli esercizi successivi un più compiuto approfondimento dei temi, invero non banali.

In tale ottica, si è ritenuto di ripercorrere la nuova disciplina attraverso quattro articoli da leggere in sequenza che, partendo da quello che segue che approfondisce la natura economica e finanziaria degli strumenti derivati, analizzano il significato del fair value, le differenti modalità di rappresentazione contabile (ordinaria e di copertura) e propongono soluzioni ai problemi che più probabilmente si verificheranno nell'applicazione concreta della nuova disciplina.

La definizione di strumento finanziario derivato

Gli strumenti finanziari derivati sono definiti, per quanto attiene ai nostri fini, nell'Appendice A dell'Ifrs 9, Principio contabile che ha sostituito il precedente Ias 39.

L'Appendice A è dedicata esclusivamente alle definizioni e a essa bisogna fare riferimento ai sensi dell'articolo 2426, cod. civ. comma 2. Alla voce "derivato" è scritto:

"Strumento finanziario o altro contratto rientrante nell'ambito di applicazione del presente Principio che presenta tutte le 3 caratteristiche seguenti:

1. il suo valore varia in conseguenza della variazione di un determinato tasso di interesse, del prezzo di un determinato strumento finanziario, del prezzo di una determinata merce, di un determinato tasso di cambio, indice di prezzi o di tassi, rating di credito o indice di credito o altra variabile, a condizione

che, nel caso di una variabile non finanziaria, tale variabile non sia specifica di una delle parti contrattuali (a volte chiamato «sottostante»);

2. non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale minore di quello necessario per altri tipi di contratto da cui ci si aspetterebbe una risposta simile alle variazioni dei fattori di mercato;

3. è regolato a data futura”.

La definizione, ripresa anche dall'Oic 32, è chiarissima per chi si occupa abitualmente di questi strumenti ma appare criptica per chi ne possiede invece una conoscenza limitata.

Per questo motivo, nel seguito del presente articolo verranno analizzati i 3 requisiti che individuano un derivato secondo i Principi contabili, con l'aiuto di esempi concreti che permetteranno anche di comprendere quali sono le principali finalità per le quali i derivati vengono sottoscritti e le tipologie maggiormente diffuse di questi strumenti.

Il primo requisito richiede che il valore del derivato vari al variare del sottostante ovvero della grandezza tipicamente (ma non necessariamente) finanziaria sulla quale il derivato è costruito.

La definizione ha voluto richiamare i sottostanti più diffusi ma l'elencazione non pare tassativa tanto che si lascia spazio ad altra variabile con il vincolo però che se non si tratta di variabile finanziaria, essa non debba essere specifica di una delle parti contrattuali. Il punto è chiarito dall'esempio A1 nell'Appendice A dell'Oic 32 nel quale si ammette come un possibile sottostante l'indice della temperatura (i derivati “climatici” sono diffusi nei settori più esposti a tale fattore quali ad esempio il vitivinicolo) mentre non sono sottostanti ammissibili quelli costruiti sull'esigibilità dei crediti, sui ricavi o sull'Ebitda di una parte contrattuale.

Il sottostante è elemento centrale di un derivato, il cui utilizzo sul mercato nasce proprio per la finalità di scambiarsi diritti di acquisto e di vendita di un determinato sottostante evitandone il trasferimento fisico, quantomeno al momento della sottoscrizione del derivato.

Poiché il derivato non è dotato di autonomia ma dipende dal sottostante, il prezzo degli strumenti in esame “deriva” dal sottostante, per cui a variazioni in aumento o in diminuzione del prezzo di quest'ultimo seguono analoghe variazioni del prezzo del derivato.

Tralasciando per un momento il secondo requisito, ci concentriamo ora sul terzo che prevede che il contratto debba essere regolato a data futura.

In tal senso i derivati possono essere letti come diritti/obbligazioni per le parti a eseguire un contratto di acquisto o di vendita del sottostante in una data futura.

Ipotizziamo di dover compiere un viaggio negli Stati Uniti tra 3 mesi e che avremo bisogno di 2.000 USD in contanti che al cambio corrente equivalgono a 1.750 euro. Supponiamo anche che:

- l'idea di convertire subito non sia gradita perché vorrebbe dire impiegare euro a fronte di una disponibilità in dollari che sarà necessaria solo tra mesi;
- le previsioni indichino un possibile rialzo del dollaro, con conseguente rischio che tra mesi servano più di 1.750 euro per acquistare 2.000 USD.

Per risolvere il problema, si potrebbe sottoscrivere un contratto derivato con sottostante il cambio euro/dollaro e scadenza 3 mesi in modo da fissare oggi il prezzo in euro 2.000 USD da acquistare tra 3 mesi. In questo modo evitiamo di acquistare il sottostante ma eliminiamo il rischio di andamento sfavorevole del rapporto di cambio.

Seguendo questa stessa logica, attraverso i derivati si possono sottoscrivere, acquistare o vendere diritti od obblighi per l'acquisto o la vendita a termine di qualsiasi sottostante tra quelli previsti al punto a) della definizione di derivato.

L'esempio aiuta anche a comprendere il secondo requisito contenuto nella definizione ovvero che il derivato non richiede un investimento iniziale (come nel caso ipotizzato dove il prezzo che verrà pagato tra 3 mesi viene fissato oggi ma versato a scadenza) oppure l'investimento è minore rispetto all'acquisto direttamente del sottostante (è il caso che analizzeremo successivamente delle opzioni).

Le principali tipologie di derivati

Le tipologie di derivati riconosciute dal mercato sono moltissime e non si differenziano solamente per il sottostante ma soprattutto per la natura delle prestazioni delle parti che entrano nel contratto.

In primo luogo andranno distinti i derivati di tipo simmetrico da quelli asimmetrici.

Appartengono alla prima tipologia i contratti *forward* (definiti *future* se quotati in borsa) che possono essere assimilati ai contratti a termine. Le due parti si impegnano ad acquistare o vendere un determinato sottostante, a un prezzo e quantità prefissate e a una scadenza futura al momento della sottoscrizione.

Nei contratti asimmetrici (tipicamente le opzioni) al momento della sottoscrizione una parte acquista il diritto di acquistare o vendere il sottostante a un prezzo e quantità prefissate e a una scadenza futura solamente se lo riterrà conveniente. L'altra parte che ha venduto il diritto, è obbligata ad accettare la decisione.

L'esempio precedente è un contratto *forward* poiché entrambe le parti sono obbligate ad adempiere comprando o vendendo dollari. Supponendo che al cambio a termini a 3 mesi servano 1.770 euro per

comprare 2.000 USD ne deriva che confrontando tale cambio con il cambio a pronti 3 mesi, una parte avrà guadagnato dal contratto e l'altra avrà una perdita esattamente speculare.

Ciò significa che se il cambio a pronti comportasse un costo di 1.720 euro, l'operazione comporterebbe una "perdita" di 50 euro rispetto all'alternativa di non sottoscrivere alcun derivato.

Per evitare il rischio di perdita avremmo potuto sottoscrivere una opzione tale per cui alla scadenza si ha solo la facoltà di acquistare dollari al prezzo prefissato (in ipotesi 1.770 euro). Ne deriva che se il tasso a pronti alla scadenza comporta un costo minore di 1.770 euro l'opzione non viene esercitata mentre in caso contrario il contratto verrà eseguito.

Poiché esiste una simmetria nelle posizioni rispetto al cambio a termine di mercato, il *forward* non costa nulla per ciascuna delle due parti. L'opzione invece comporta il pagamento di un premio a fronte dell'acquisto di un diritto che può essere indifferente ad acquistare o vendere il sottostante.

I derivati possono differenziarsi anche a seconda delle prestazioni delle due parti. I contratti descritti dall'esempio prevedono una compravendita (eventuale nelle opzioni) ma il contratto può anche prevedere uno scambio di denaro, di sottostante o un insieme dei due. Tali contratti sono definiti *swap* (dall'inglese scambio) e possono avere tipologie assai diversificate ma il caso assolutamente più frequente è l'*Interest Rate Swap* che consiste di uno scambio di flussi di interesse uno dei quali calcolato sulla base di un tasso fisso e l'altro sulla base di un tasso variabile.

Rispetto alla scadenza, si distinguono derivati che hanno una sola scadenza dai derivati per i quali le scadenze sono molteplici. Appartengono alla prima categoria le opzioni che hanno solitamente una scadenza inferiore all'anno mentre gli *swap* possono avere numerose scadenze intermedie nelle quali avviene lo scambio previsto dal contratto e la durata può essere anche molto lunga.

Rileva infine ai nostri fini la distinzione tra derivati quotati sul mercato e prodotti *Over The Counter* (Otc) ovvero negoziati tra una impresa e un intermediario finanziario e quindi non quotati su un mercato regolamentato.

La successiva tabella riassume le principali differenze tra gli simmetrici e quelli asimmetrici.

Tipologia	Sottostante più frequente	Scadenze	Date di pagamento intermedie	Prezzo	Fair value	Premio
<i>Forward</i>	Tassi di interesse (Irs), valute, materie prime	Pluriennali negli Irs, brevi per le valute e le materie prime	Tipiche negli Irs, assenti negli altri	Predefinito. Sono contratti a esecuzione differita	Alla sottoscrizione è pari a zero poi varia al variare del sottostante	Non è previsto perchè il valore attuale delle due parti è uguale

Opzione	Azioni, Indici azionari, valute, materie prime, tassi di interesse (<i>cap</i> e <i>floor</i>)	Solitamente (entro l'anno). <i>Cap</i> e <i>floor</i> possono essere pluriennali	<i>Cap</i> e <i>floor</i> hanno date intermedie (<i>caplet</i> e <i>floorlet</i>). Assenti nelle altre opzioni	È predefinito il prezzo di esercizio al quale il sottostante può essere comprato o venduto	Alla sottoscrizione è pari al premio poi varia principalmente al variare del sottostante	Deve essere riconosciuto al venditore a fronte della cessione del diritto a vendere o comprare il sottostante
---------	--	--	--	--	--	---

Le finalità degli strumenti finanziari derivati

Al contrario delle tipologie che possono essere moltissime, le finalità per le quali può essere sottoscritto un derivato sono solamente: per investimento o per copertura di un rischio inerente il sottostante.

Il primo caso è il più semplice da comprendere.

Ipotizziamo che il prezzo di una azione quotata del titolo Alfa sia pari a 7,25 euro e che, per qualche motivo, riteniamo che, nell'arco di un semestre, tale prezzo sia destinato a crescere.

Una prima tipologia di investimento potrebbe essere quella di acquistare il titolo che prevede un pacchetto minimo di 1.000 azioni. In tal caso, oggi l'investimento sarebbe pari a 7.250 euro, somma della quale non si dispone.

In alternativa, si potrebbero acquistare opzioni che consentano il diritto di comprare 1.000 azioni di Alfa tra 6 mesi a un prezzo di 7,75 euro (detto prezzo *strike* dell'opzione). Il mercato quota oggi una opzione 0,2 euro ciascuna (cosiddetto premio dell'opzione) che moltiplicata per 1.000 comporta un investimento oggi solamente di 200 euro.

Tra 6 mesi, il prezzo dell'azione può essere, in ipotesi:

- pari a 9 euro. In tal caso, potremmo esercitare l'opzione, acquistare 1.000 azioni a un prezzo di 7.750 euro (1.000 per il prezzo *strike* di 7,75 euro) e immediatamente dopo rivendere le azioni sul mercato al prezzo corrente (detto prezzo *spot*) di 9 euro per azione. In tal modo, si ottiene un profitto lordo di 1.250 euro (9.000 - 7.750) e un profitto al netto del costo dell'opzione di 1.050 euro;
- pari a euro 7. In questo caso, l'opzione non viene esercitata e sosteniamo una perdita di 200 euro pari al premio.

È interessante confrontare i risultati ottenuti con quelli che si avrebbero avuti investendo direttamente nel titolo e vendendo dopo 6 mesi. Nella prima ipotesi avremmo ottenuto un profitto netto di 1.750 euro (9.000 - 7.250) mentre nella seconda avremmo perso 250 euro. I risultati non sono generalizzabili ma è chiaro che l'investimento attraverso le opzioni, in caso di andamento negativo del mercato limita

la perdita al premio dell'opzione mentre quello attraverso le azioni comporta un rischio di perdita anche del capitale. Al contrario, in caso di andamento positivo del mercato, l'investimento diretto in azioni porta un maggiore utile perché non si deve sostenere il costo del premio per l'acquisto dell'opzione.

Più complesse gestioni degli investimenti utilizzano congiuntamente derivati e sottostante per migliorare il profilo rischio/rendimento.

L'esempio di una opzione su azioni può funzionare analogamente per qualunque tipologia di sottostante e di derivato.

La seconda possibile finalità è quella della copertura di un rischio.

Si supponga che un'impresa concentri gli acquisti di una materia prima una volta l'anno e che quella materia prima sia quotata e quindi soggetta a un rischio di prezzo (l'esempio potrebbe riguardare una materia prima agricola). Il rischio di un incremento imprevisto del prezzo della materia prima potrebbe essere coperto dalla sottoscrizione di un derivato che fissa il prezzo con mesi di anticipo, possibilmente quando le condizioni economiche sono migliori.

Situazioni più frequenti riguardano il tasso di cambio e il tasso di interesse. L'esempio originariamente riportato sul cambio euro/dollaro è un'ipotesi di copertura sul rischio legato alla necessità di dover acquistare 2.000 USD per il viaggio.

La copertura sul rischio di tasso di interesse avviene normalmente attraverso un *Interest Rate Swap* (IRS).

Gli Irs: finalità e modalità di funzionamento

Una ricerca condotta nel 2012 dalla Banca d'Italia e riguardante la diffusione degli strumenti finanziari derivati presso le imprese italiane¹ appurò che nel corso del 2011 le imprese italiane con un'esposizione in derivati erano più di 42.000 per un importo totale di 7,4 miliardi di euro.

La composizione per tipologia di strumenti evidenziò che nel 95% circa dei casi le imprese sottoscrivono *swap* e che il sottostante è costituito dal tasso di interesse in circa il 97% dei casi. Sommando i due dati ne deriva che lo strumento più diffuso è largamente l'Irs ed è su questo che si incentreranno le maggiori criticità nella rappresentazione in bilancio dei derivati.

È quindi opportuno dedicare a questo strumento un'attenzione particolare.

Gli Irs hanno tipicamente una finalità di copertura e sono utilizzati per trasformare la componente variabile di un finanziamento (normalmente ancorato al tasso Euribor) in un tasso fisso, annullando in tal modo il rischio di tasso di interesse.

¹ M. Graziano, "Le imprese italiane e gli strumenti derivati, *Questioni di Economia e Finanza*", ottobre 2012, n. 139.

L'Irs è uno strumento simmetrico di tipo *forward*, normalmente negoziato sul mercato Otc tra una società e un intermediario finanziario che può essere lo stesso che ha erogato il finanziamento oppure uno diverso.

Il derivato nella sua forma più semplice (*plain vanilla*) è costituito da due posizioni (gambe), una "tiene" il tasso fisso, definito tasso *swap* e l'altra il tasso variabile.

La durata dell'Irs può essere coincidente con quella del finanziamento oppure più breve; in ogni caso vi sono scadenze intermedie che coincidono con quelle di pagamento delle rate del finanziamento.

A ognuna di tali scadenze viene calcolato il flusso di pagamento di interessi che ogni parte deve all'altra sulla base dell'importo di calcolo, definito nozionale dell'Irs che solitamente coincide con l'importo residuo del finanziamento.

Ad esempio, se il tasso *swap* fosse del 2,5% e a una data scadenza l'Euribor fosse pari al 3%, il pagamento per interessi dovuto dalla parte variabile sarebbe superiore. Il regolamento finanziario avviene per la sola differenza tra i due flussi di pagamento (definito differenziale dei flussi di un Irs).

L'effetto dell'Irs va considerato congiuntamente al finanziamento a tasso variabile, il cui rischio si vuole coprire.

Si ipotizzi che il 1/1, una società ottenga un finanziamento da una banca per 75.000 euro da rimborsare integralmente al 31/12. Il 31/3, il 30/6, il 30/9 e il 31/12 è previsto il pagamento di interessi pari al tasso Euribor a 3 mesi più uno *spread* dello 0,5%.

Alla data di sottoscrizione, l'Euribor 3M è pari al 0,8% ma la società teme che possa crescere nel corso dell'anno per cui sottoscrive in data 1/1 un Irs con un nozionale di 75.000 euro e scadenza il 31/12 con quattro scadenze intermedie coincidenti con le rate. In tal modo si azzera il rischio di tasso legato alla componente Euribor (lo *spread* è già fisso e non rileva ai presenti fini).

La società entra nell'Irs "*tenendo la posizione*" sul tasso fisso pari al 1,78% mentre la banca tiene la posizione sul tasso variabile pari all'Euribor 3M. La tabella successiva esemplifica cosa accade alla prima scadenza del 31 marzo per differenti livelli dell'Euribor 3M.

Scadenza del 31 marzo			
Tasso di interesse	Pagamenti per interessi variabili su finanziamento ²	Differenziale interessi da IRS	Interessi totali
0,75%	(140,6)	(194,4)	(335,1)
1,00%	(187,5)	(146,3)	(333,8)
1,25%	(234,4)	(99,4)	(333,8)

² La formula di calcolo degli interessi per ciascun periodo è la seguente:

Interessi = Capitale finanziato × Tasso di interesse × Numero di giorni del periodo

I giorni possono essere considerati fissi di 30 giorni mensili (mese commerciale) oppure possono essere effettivi e quindi calcolati puntualmente.

1,50%	(281,3)	(52,5)	(333,8)
1,75%	(328,1)	(5,6)	(333,8)
2,00%	(375,0)	41,3	(333,8)
2,50%	(468,8)	135,0	(333,8)
3,00%	(562,5)	228,8	(333,8)

La prima colonna indica i pagamenti per interessi sul finanziamento legati alla sola componente variabile. La seconda considera il differenziale interessi da Irs dove il segno positivo indica un incasso per la società e un pagamento netto per la banca. L'ultima colonna considera gli interessi totali con esclusione dello *spread*.

Quando l'Euribor 3M assume valori inferiori al tasso *swap* pari all'1,78%, la società versa un differenziale alla banca mentre per valori elevati dell'Euribor avviene il contrario ovvero la società riceve un differenziale dalla banca.

L'ultima colonna riporta lo stesso importo per ogni livello di tasso, indicando quindi che il pagamento complessivo dato dalla somma degli interessi variabili dovuti sul finanziamento e il differenziale dell'Irs è costante e prefissato al momento della sottoscrizione dell'Irs al tasso *swap* dell'1,78% annuo ovvero dello 0,45% trimestrale.

L'Irs è un derivato di tipo simmetrico per cui se il tasso *swap* è stato fissato al valore corrente di mercato le due parti entrano nel contratto senza pagare nulla ovvero il *fair value* del derivato al momento della sottoscrizione è pari a zero³.

Per una impresa, la sottoscrizione di un Irs è particolarmente opportuna in momenti storici nei quali è più probabile un incremento dei tassi. Tuttavia, il permanere dell'Euribor su valori molto bassi o anche negativi comporta il rischio che il tasso *swap* venga fissato a un valore significativamente più elevato rispetto a quello dell'Euribor rilevato alle diverse scadenze.

In altri termini, la società definisce in anticipo quanto dovrà pagare per la componente variabile degli interessi ma la reale convenienza a coprirsi è valutabile solamente a posteriori come per qualsiasi assicurazione alle quali molti derivati di copertura sono assimilabili.

Il punto non è solamente legato alla avversione al rischio delle società e dei loro amministratori ma riguarda anche le modalità tecniche che possono essere adottate.

In alternativa a uno strumento simmetrico, potrebbe essere sottoscritta una opzione sui tassi di interesse di tipo *cap*. In tal caso si fissa un valore *strike* del tasso al livello preferito dalla società in modo che se l'Euribor assume un valore superiore, la società paga il tasso *cap* mentre se è inferiore paga l'Euribor. Ovviamente essendo una opzione, la società dovrà riconoscere un premio alla banca al

³ Ritorniamo su questo punto nel prossimo articolo che tratta anche il *fair value* di un derivato.

momento della sottoscrizione. In tal caso il *fair value* del *cap* al momento della sottoscrizione coincide con il premio.

Il mercato conosce poi moltissime soluzioni intermedie quali ad esempio la combinazione di Irs e opzioni quale potrebbe essere, ad esempio, un derivato a fronte del quale la società paga un tasso fisso pari all'1% se l'Euribor è inferiore a tale soglia e paga un tasso pari al 3% se l'Euribor assume valori uguali o superiori. Nella fascia intermedia sia la società sia la banca si scambiano l'Euribor e quindi non si hanno effetti.

Non sarà sfuggito che la società ha sottoscritto un *cap* al 3% ma contemporaneamente ha sottoscritto una opzione *floor* che consente alla controparte bancaria di incassare l'1% anche se l'Euribor è più basso o negativo. In questo caso la società paga il premio sul *cap* ma incassa dalla banca il premio per la vendita del *floor*. Se i due valori dovessero coincidere, questa operazione può essere fatta a costo zero, in caso contrario la società pagherà o incasserà il saldo. La fissazione di un *floor* basso comporta una ridotta probabilità che quell'opzione sia esercitata ma consente di ridurre l'esborso finanziario a fronte dell'acquisto del *cap* e può quindi essere valutata con favore dalla società.

Vedremo nei successivi articoli che questi strumenti pongono non pochi problemi nel momento in cui li si voglia qualificare di copertura.