



OIC 3

**LE INFORMAZIONI SUGLI STRUMENTI FINANZIARI DA
INCLUDERE NELLA NOTA INTEGRATIVA E NELLA
RELAZIONE SULLA GESTIONE
(ARTT. 2427-BIS E 2428, COMMA 2, N. 6-BIS C.C.)**

Marzo 2006

(versione in sola lettura)

PRESENTAZIONE

L'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) nasce dall'esigenza, avvertita dalle principali parti private e pubbliche italiane, di costituire uno "standard setter" nazionale dotato di ampia rappresentatività con il fine di esprimere le istanze nazionali in materia contabile.

L'OIC si è costituito, nella veste giuridica di fondazione, il 27 novembre 2001.

Esso predispone i principi contabili per la redazione dei bilanci d'esercizio e consolidati delle imprese, dei bilanci preventivi e consuntivi delle aziende non profit e delle amministrazioni pubbliche, nazionali e locali. Inoltre, l'OIC, coordinando i propri lavori con le attività degli altri "standard setter" europei, nel rispetto delle norme di legge e regolamentari vigenti, fornisce il supporto tecnico per l'applicazione in Italia dei principi contabili internazionali e delle direttive europee in materia contabile. L'OIC svolge altresì un'opera di assistenza al legislatore nazionale nell'emanazione delle norme in materia contabile e connesse per l'adeguamento della disciplina interna di bilancio alle direttive europee e ai principi contabili internazionali omologati dalla Commissione Europea.

L'OIC si propone infine la promozione della cultura contabile ed il progresso della prassi aziendale e professionale con la pubblicazione di documenti e ricerche in materia, nonché con l'organizzazione di convegni, seminari e incontri di studio.

Per il conseguimento dei compiti assegnati, i Fondatori hanno concepito e realizzato un assetto istituzionale in grado di assicurare, negli organi che governano la Fondazione, una equilibrata presenza delle parti sociali – private e pubbliche – interessate all'informazione contabile e, al contempo, atta a garantire il soddisfacimento dei requisiti di imparzialità e indipendenza delle scelte. Il conseguimento dell'autorevolezza necessaria per influire efficacemente in ambito nazionale e internazionale sulla disciplina dell'informazione contabile è infatti maggiore quanto più ampia e rappresentativa è la composizione dei soggetti investiti dei ruoli decisionali.

Il governo dell'OIC è attribuito ai seguenti organi: Collegio dei Fondatori, Consiglio di Amministrazione, Comitato Esecutivo, Comitato Tecnico-Scientifico e Collegio dei Revisori dei Conti.

I principi contabili dell'OIC sono soggetti al parere della Banca d'Italia, della CONSOB, dell'ISVAP e dei Ministeri competenti nella fattispecie.

L'eventuale parere negativo delle istituzioni anzidette è pubblicato congiuntamente al principio contabile approvato dal Comitato Esecutivo.

* * * * *

I principi contabili nazionali sono pubblicati dall'OIC nelle seguenti due serie:

- la serie OIC con nuova numerazione di cui il primo è l'OIC 1 *I principali effetti della riforma del diritto societario sulla redazione del bilancio d'esercizio*;
- la precedente serie a cura dei Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri (attualmente in vigore dal n. 11 al n. 30) che hanno mantenuto la precedente numerazione anche nella versione modificata dall'OIC in relazione alla riforma del diritto societario, allo scopo di facilitarne l'uso da parte del lettore.

INDICE

SCOPO E CONTENUTO	1
1. INTRODUZIONE	2
A. Le “origini” delle nuove disposizioni	2
B. Il costo storico ed il <i>fair value</i> : due diverse convenzioni contabili.....	3
2. LA DIRETTIVA 2001/65/CE	5
A. Premessa.....	5
B. Le disposizioni in tema di valutazioni	5
C. Le disposizioni in tema di informativa di bilancio	7
3. IL D.LGS. 30 DICEMBRE 2003, N. 394	9
A. L’opzione adottata dal legislatore italiano.....	9
B. Le definizioni.....	10
C. Le modalità di determinazione del <i>fair value</i>	12
D. Le informazioni della nota integrativa (art. 2427- <i>bis</i> c.c.)	13
E. Le informazioni della relazione sulla gestione (art. 2428, comma 2, n. 6- <i>bis</i> c.c.).....	14
4. LE DEFINIZIONI SOTTOSTANTI LA NUOVA NORMATIVA	16
A. Strumento finanziario	16
<i>i. Definizione</i>	16
<i>ii. Tipologie</i>	17
B. Strumento finanziario derivato	17
<i>i. Definizione</i>	18
<i>ii. Tipologie</i>	18
<i>iii. I derivati su merci</i>	19
5. LE MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEL <i>FAIR VALUE</i>	21
A. Premessa.....	21
B. La definizione di <i>fair value</i>	23
C. La determinazione del <i>fair value</i>	23
<i>i. La presenza di un mercato attivo</i>	23
<i>ii. L’utilizzo di modelli e tecniche di valutazione</i>	25
D. Il <i>fair value</i> dei contratti derivati.....	27
E. Il <i>fair value</i> delle partecipazioni.....	28
F. Il <i>fair value</i> dei titoli	29
G. Il <i>fair value</i> dei crediti	29
H. Riflessi operativi.....	29
6. LE INFORMAZIONI DELLA NOTA INTEGRATIVA <i>EX ART. 2427-BIS C.C.</i>	31
A. Le informazioni relative al <i>fair value</i> degli strumenti finanziari derivati.....	31
B. Le informazioni relative alle immobilizzazioni finanziarie iscritte ad un valore superiore al <i>fair value</i>	35
7. LE INFORMAZIONI DELLA RELAZIONE SULLA GESTIONE <i>EX ART. 2428, COMMA 2, NUMERO 6-BIS C.C.</i>	38
A. I rischi finanziari	38
B. Le politiche di gestione dei rischi finanziari e l’utilizzo degli strumenti finanziari.....	38
C. Le politiche connesse alle diverse attività di copertura	41
APPENDICE A ESEMPLIFICAZIONI DELLE TECNICHE DI VALUTAZIONE DI ALCUNI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	42
A. Determinazione del <i>fair value</i> di un <i>Interest Rate Swap</i> (IRS).....	42
B. Determinazione del <i>fair value</i> di un’opzione call.....	43
APPENDICE B METODI PER LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI	44
APPENDICE C CENNI SUI CRITERI IDENTIFICATIVI DELLE RELAZIONI DI COPERTURA	46
GLOSSARIO	48
DECRETO LEGISLATIVO 30 DICEMBRE 2003, N. 394	48

SCOPO E CONTENUTO

La Commissione Europea ha avvertito l'esigenza di avviare un processo di armonizzazione delle norme contabili a seguito della constatazione che le direttive contabili emanate negli anni settanta ed ottanta non avevano prodotto nei fatti una completa armonizzazione delle norme contabili in ambito comunitario.

La Commissione ha identificato nei principi emanati dallo IASB (i principi denominati IAS/IFRS) il corpo normativo di riferimento verso cui far convergere i criteri di redazione dei bilanci delle imprese.

Il processo di convergenza avviene seguendo due percorsi: per le società quotate è previsto un completo allineamento ai principi IAS/IFRS attraverso il recepimento a livello di norma comunitaria di questi ultimi principi; per le società non quotate la convergenza avviene attraverso una modifica delle direttive comunitarie per allineare quest'ultime ai principi dello IASB.

Mentre le regole per le società quotate non richiedono da parte degli Stati membri specifici interventi legislativi, poiché le norme contabili acquisiscono forza di legge attraverso regolamenti comunitari direttamente applicabili nei diversi Paesi dell'Unione Europea, le modifiche delle direttive devono essere recepite attraverso appositi provvedimenti legislativi nazionali.

Il primo intervento sulle direttive compiuto dalla Commissione Europea ha riguardato i criteri di contabilizzazione e l'informativa di bilancio relativi agli strumenti finanziari. La precedenza verso tale ambito è da ricercare nell'assenza in molti Paesi comunitari di avanzati principi in grado di disciplinare i criteri di contabilizzazione degli strumenti finanziari divenuti nel tempo sempre più complessi e sempre più utilizzati dalle imprese.

La Commissione Europea nel 2001 ha emanato la Direttiva 2001/65/CE attraverso la quale ha recepito sia ai fini valutativi, sia ai fini dell'informativa di bilancio il principio di valutazione del "fair value" sino ad allora non previsto dalle direttive ma che, viceversa, rappresenta per i principi IAS/IFRS il criterio di valutazione prevalente degli strumenti finanziari. Successivamente, nel 2003, la Commissione ha approvato la Direttiva 2003/51/CE che completa l'armonizzazione delle direttive con i principi internazionali IAS/IFRS.

La Direttiva 2001/65/CE doveva essere recepita dai Paesi membri entro la fine del 2003. In Italia le modifiche sono state parzialmente recepite attraverso il D.Lgs. 30 dicembre 2003, n. 394. In particolare il recepimento ha riguardato le innovazioni introdotte con riferimento all'informativa di bilancio sugli strumenti finanziari. Viceversa, il legislatore, anche in considerazione – al momento della stesura del decreto – della non completa definizione del principio contabile internazionale di riferimento per la contabilizzazione e valutazione degli strumenti finanziari (lo IAS 39), ha ritenuto opportuno rinviare l'adeguamento delle norme contabili nazionali al recepimento della Direttiva 2003/51/CE (con la Legge 18 aprile 2005 n. 62 il Parlamento ha delegato il Governo ad emanare il decreto legislativo di recepimento entro il mese di novembre 2006).

Il presente documento ha, dunque, lo scopo di illustrare le nuove informazioni sugli strumenti finanziari introdotte con il citato provvedimento legislativo. Il documento non si applica alle imprese che ai sensi del D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 devono o scelgono di applicare i principi contabili internazionali omologati dalla Commissione Europea e comunque alle imprese bancarie, finanziarie ed assicurative per le quali sono applicabili le norme tecniche definite dai rispettivi organismi di vigilanza regolamentare.

1. INTRODUZIONE

a. Le “origini” delle nuove disposizioni

Gli articoli 2427-*bis* e 2428, comma 2, n. 6-*bis* del codice civile traggono le loro origini dalla Direttiva 2001/65/CE. Quest’ultima ha modificato le cosiddette “Direttive contabili” nelle parti in cui esse trattano dei criteri e delle regole di valutazione dei conti annuali e consolidati¹.

La direttiva in parola, chiamata anche Direttiva del “*fair value*” (o valore equo secondo la traduzione utilizzata dal legislatore comunitario nel testo italiano), prevede, in estrema sintesi, che gli Stati Membri autorizzino, o impongano, l’utilizzo del *fair value* quale regola di valutazione o elemento di *disclosure* degli strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati.

Per comprenderne meglio i contenuti, la Direttiva 2001/65/CE deve essere collocata in uno scenario caratterizzato da un sempre più esteso utilizzo, anche da parte degli operatori non finanziari, dei nuovi strumenti finanziari derivati a fianco dei tradizionali strumenti primari (quali azioni ed obbligazioni) e con un sempre più deciso orientamento degli organismi di normazione contabile internazionale, verso l’abbandono del modello del costo storico a favore del modello di contabilizzazione a valori correnti.

Sin dalla metà degli anni novanta, la Commissione Europea aveva avvertito l’esigenza di avviare un processo che, attraverso l’adozione di standard contabili evoluti (in grado cioè di gestire le tendenze in atto) e di generale accettazione, conducesse ad una vera armonizzazione contabile di respiro internazionale a supporto del complesso delle azioni in programma per il rafforzamento delle piazze finanziarie europee. Tale esigenza è nata da una semplice constatazione: le direttive, conformemente alla loro base giuridica, non hanno prodotto una armonizzazione completa delle norme contabili. Esse, infatti, offrono agli Stati membri ed alle società che le devono adottare un gran numero di opzioni con diversi trattamenti contabili.

Per le imprese europee con vocazione internazionale, inoltre, permanevano alcuni problemi, il principale dei quali riguardava l’inadeguatezza dei conti redatti attenendosi alle singole legislazioni nazionali, a loro volta basate sulle direttive contabili, rispetto alle esigenze dei mercati finanziari internazionali ed in particolare di quelli americani. Tali imprese erano costrette (e lo sono tuttora, peraltro) a preparare due serie di conti, la prima conforme alle direttive contabili e la seconda allineata ai requisiti statunitensi (i cosiddetti US GAAP). Altri problemi riguardavano le direttive stesse, ed in particolare la loro adeguatezza rispetto alle nuove esigenze imposte dall’evoluzione delle prassi di mercato cui si è fatto cenno in precedenza.

A fronte di tali problematiche la soluzione intrapresa dalla Unione Europea è stata quella di evitare, per quanto possibile, nuovi atti legislativi o di modifica alla legislazione comunitaria esistente avviando, viceversa, un percorso comune e di “collaborazione” proprio con lo IASB.

La soluzione prospettata, principalmente rivolta alle società che fanno ricorso al mercato internazionale dei capitali, ha poi dato luogo alla Comunicazione del Consiglio del 13 giugno 2000, in materia di informativa finanziaria, in cui per la prima volta si ipotizzava l’uso di principi contabili internazionali generalmente accettati nella redazione dei bilanci consolidati delle società quotate in borsa. Tale comunicazione gettava le premesse per il successivo, più penetrante, passo dell’Unione che nel corso del 2002 emanava il Regolamento 1606/2002 prevedendo l’obbligatorietà della redazione dei bilanci consolidati delle società quotate in borsa secondo i principi IAS, e la facoltà da parte degli Stati membri di adottare tali principi anche per le altre categorie di società nonché per la redazione dei conti individuali.

Nel 2001 il percorso da seguire sembrava quindi ben delineato: l’adozione dei principi internazionali dello IASB per le cosiddette *public interest entities* rendeva necessaria un’opera di ammodernamento delle direttive contabili applicate alla generalità delle imprese di capitali. Tale

¹ Ci si riferisce in particolare alla Direttiva 78/660/CEE (la cd. Quarta Direttiva CEE relativa ai conti annuali di taluni tipi di società), la Direttiva 83/349/CEE (la cd. Settima Direttiva CEE relativa ai conti consolidati) e la Direttiva 86/635/CEE (relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari). La Direttiva 2001/65/CE non ha invece modificato la Direttiva 91/674/CEE relativa ai conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione.

processo necessariamente passava per un progressivo abbandono del criterio del costo storico in favore dell'adozione di una convenzione contabile sempre più allineata ai valori correnti o di mercato, convenzione considerata l'unica in grado di assecondare le esigenze dei mercati finanziari e degli investitori internazionali favorendo quel processo di convergenza con le regole e le convenzioni in vigore nelle piazze finanziarie americane. La Direttiva sul *fair value* si inserisce perfettamente in questo processo; essa risponde a due precise finalità. Da un lato rappresenta una svolta importante nel processo di ammodernamento delle convenzioni contabili dell'Unione, dall'altro mira a ridurre il divario (in termini di regole contabili) che si sarebbe venuto a creare tra l'universo delle società quotate e la generalità delle imprese, considerato pericoloso in quanto, oltre a rappresentare un potenziale disincentivo all'accesso al mercato dei capitali, avrebbe seriamente compromesso la comparabilità dei conti di imprese appartenenti allo stesso settore.

b. Il costo storico ed il *fair value*: due diverse convenzioni contabili

La dottrina contabile italiana e di molti Paesi europei ha storicamente considerato il costo di acquisto o di produzione il primario criterio per la valutazione delle poste di bilancio per diversi ordini di motivi:

- il processo di rilevazione contabile e di determinazione del reddito e del capitale di funzionamento è da sempre legato alla presenza di atti di scambio con l'esterno;
- l'assegnazione al bilancio di una funzione di salvaguardia dell'integrità del patrimonio sociale piuttosto che l'attribuzione di una valenza informativa sul valore reale del reddito prodotto;
- la criticità del campo delle valutazioni di bilancio nel quale la discrezionalità degli amministratori può condurre ad atteggiamenti valutativi anche molto differenti da impresa a impresa.

In questo contesto vanno inquadrare le attuali norme che regolano i bilanci delle società e che solo in rare circostanze prevedono principi di valutazione diversi dal costo.

La disciplina civilistica delle valutazioni di bilancio trae origine dalle quarta direttiva comunitaria² in materia di conti annuali delle imprese che all'art. 32 prevede che *“la valutazione delle voci dei conti annuali è effettuata secondo gli articoli da 34 a 42 che sono basati sul principio del prezzo di acquisizione o del costo di produzione”*.

Tale impostazione è coerente con uno dei postulati principali dei criteri di redazione del bilancio e cioè il principio della prudenza, che si estrinseca essenzialmente nel corollario secondo il quale si possono indicare in bilancio esclusivamente gli utili realizzati.

La rigorosa applicazione di questo postulato determina un'evidente asimmetria valutativa per effetto della quale le perdite maturate al termine dell'esercizio e derivanti da un valore di realizzo più basso del corrispondente valore originario di scambio sono ritenute di competenza del periodo in questione mentre non è consentito rilevare anticipatamente gli utili in corso di formazione perché connessi con operazioni ancora *in fieri* cui si accompagnano incertezze relative sia all'*an*, sia al *quantum*.

Questa asimmetria è stata successivamente in parte corretta dalla direttiva comunitaria relativa ai conti annuali e consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari³ che all'art. 36 prevede la possibilità per gli Stati membri di permettere o prescrivere che i valori negoziabili non aventi carattere di immobilizzi finanziari siano iscritti nello stato patrimoniale al valore di mercato superiore al loro prezzo di acquisto. Dunque per gli attivi circolanti destinati alla vendita o comunque contraddistinti da brevi tempi di recupero, la direttiva ha ritenuto possibile prevedere il ricorso anche ai valori di scambio espressi nel tempo dal mercato.

Nel nostro Paese, il Decreto Legislativo n. 87/92, in applicazione della citata direttiva 86/635, ha operato una rilettura della normativa generale dettata dalla direttiva comunitaria prevedendo in modo esplicito alcune deroghe al principio asimmetrico della prudenza: ciò è preannunciato nell'art. 15 dedicato ai criteri generali di valutazione il quale stabilisce che *“si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio, salvo quanto diversamente*

² Direttiva 78/660/CEE del Consiglio del 25 luglio 1978.

³ Direttiva 86/635/CEE del Consiglio dell'8 dicembre 1986.

disposto dal presente decreto” e sviluppato nell’art. 20 secondo il quale i titoli ed i valori mobiliari che rappresentano operazioni “fuori bilancio” che “*non costituiscono immobilizzazioni finanziarie e che sono quotati in mercati organizzati sono valutati secondo uno dei seguenti criteri: a) al minor valore tra il costo di acquisto ed il valore di mercato; b) al valore di mercato*”.

Con particolare riferimento alle operazioni “fuori bilancio” e quindi agli strumenti derivati, a fronte di un completo silenzio delle altre disposizioni che disciplinano la redazione dei bilanci (il D.Lgs. n. 127/91 che regola i criteri di formazione dei bilanci della generalità delle imprese nulla dice al riguardo), hanno trovato un’applicazione sempre più estensiva le disposizioni della Banca d’Italia. Tale approccio, maturato dapprima nella pratica professionale, è stato oggetto di un’autorevole conferma da parte della Consob che con la sua comunicazione DEM/1026875 dell’11 aprile 2001 ha affermato l’applicabilità, anche alle imprese diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari che pongono in essere operazioni in derivati, del corpo normativo previsto dal D.Lgs. n. 87/92, ove compatibile con i postulati generali del bilancio previsti dal codice civile.

La prassi contabile degli operatori finanziari nel corso del tempo ha fatto un ulteriore passo avanti verso le valutazioni “al mercato” degli strumenti finanziari estendendo il citato principio anche a quegli strumenti che pur non essendo direttamente quotati su mercati organizzati, assumono come parametri di riferimento prezzi, quotazioni o indici rilevabili sui circuiti informativi normalmente utilizzati a livello internazionale e comunque obiettivamente determinabili.

Allargando l’analisi delle convenzioni contabili al contesto internazionale e soprattutto al mondo anglosassone, si deve rilevare come prevalga la concezione di un bilancio sempre più strumento di informativa patrimoniale ed economica, utile, per gli *stakeholders* dell’impresa, a prendere decisioni economiche di investimento e disinvestimento. In tali decisioni ha assunto sempre più peso l’analisi della quantità e qualità del futuro *cash flow* dell’impresa, mentre, per contro, sono emersi i limiti della capacità informativa della convenzione ancorata al costo storico.

Con questo obiettivo ed in un contesto dove gli strumenti finanziari anche strutturati e complessi hanno assunto sempre maggiore rilevanza, il modello del *fair value* è stato estesamente applicato dallo IASB per i processi di misurazione delle attività e passività finanziarie. Le norme internazionali si rivolgono quindi agli investitori e presentano il bilancio in una visione prevalentemente prospettica, mentre quelle europee e quelle nazionali che da esse derivano, interessate come sono alla tutela dei soci e dei creditori, hanno l’obiettivo di una più prudente valutazione ai fini della conservazione del capitale. In sostanza, i principi contabili internazionali interpretano il bilancio in chiave evolutiva, dinamica; il risultato dell’esercizio è visto quale indicatore della “performance” aziendale e tramite il bilancio nel suo complesso si vuole fornire agli investitori la possibilità di stimare la capacità dell’impresa di generare utili futuri valutando al contempo il complesso dei rischi connessi all’investimento così da poter assumere consapevoli decisioni in campo economico finanziario.

Risulta evidente quindi come a livello europeo si stesse creando una dicotomia tra le informazioni finanziarie che avrebbero potuto essere ricavate dai bilanci di esercizio redatti secondo queste “nuove” modalità, rispetto ai bilanci delle imprese ancora tenute a basarsi sul modello del costo storico. Si stava creando una forbice, che, attraverso il suo allargamento, minacciava di vanificare il processo di armonizzazione contabile delle imprese europee.

Tale divario normativo è stato dapprima in parte colmato proprio attraverso la Direttiva 2001/65/CE; successivamente il processo ha avuto il suo completamento con la Direttiva 2003/51/CE (cosiddetta di “ammodernamento” delle direttive contabili) che prevede una significativa armonizzazione tra le disposizioni delle direttive ed i principi emanati dallo IASB e, tra le diverse innovazioni consente agli Stati membri di permettere o prescrivere l’applicazione della valutazione con il metodo del *fair value* anche a poste di bilancio diverse dagli strumenti finanziari.

2. LA DIRETTIVA 2001/65/CE

a. Premessa

Come già rilevato, la direttiva trae origine dalla constatazione che i mercati finanziari internazionali hanno natura dinamica e, accanto ai tradizionali strumenti finanziari primari quali azioni e obbligazioni, si sono ormai largamente diffuse varie forme di strumenti finanziari derivati, quali *future*, *option*, *forward* e *swap* ed altri ancora. I più importanti organismi di normazione contabile esistenti a livello internazionale sono sempre più orientati verso l'utilizzo del *fair value*, con conseguente abbandono del costo storico.

La Commissione europea ha ritenuto opportuno che, ai fini della comparabilità dell'informativa finanziaria all'interno della Comunità, fosse possibile consentire agli Stati membri l'introduzione del metodo di valorizzazione al *fair value* per taluni strumenti finanziari.

La direttiva in commento si compone di 5 articoli dei quali l'art.1 è quello che modifica la IV direttiva inserendo la sezione 7 *bis* (Valutazione al *fair value*) ed introducendo gli articoli 42-*bis*, 42-*ter*, 42-*quater* e 42-*quinquies*.

L'articolo 2 replica, per la VII direttiva, le disposizioni dettate dall'articolo 1 per la IV direttiva, mentre l'articolo 3 sostituisce l'articolo 1 della direttiva 86/635 per introdurre il rinvio alle nuove disposizioni della IV direttiva. Infine, gli articoli 4 e 5 indicano, rispettivamente, il termine di recepimento ed i destinatari (gli Stati Membri) della direttiva.

Le disposizioni previste dalla direttiva dovevano essere recepite dagli Stati Membri entro il 1° gennaio 2004.

Come si evince dai "considerando", la direttiva ha l'obiettivo di ampliare i criteri di valutazione delle poste di bilancio prevedendo che gli Stati membri dell'UE possano consentire o imporre l'adozione del principio della valutazione al *fair value* per talune categorie di strumenti finanziari, quali, in particolare, i contratti derivati. Secondo la direttiva l'adozione del principio del *fair value* può riguardare sia i bilanci consolidati che quelli d'esercizio.

L'articolo 42-*bis*, infatti, consente agli Stati membri di circoscrivere il campo d'applicazione della modifica limitandolo ai soli conti consolidati.

b. Le disposizioni in tema di valutazioni

L'articolo 42-*bis*, paragrafo 1, stabilisce che, "*in deroga all'articolo 32, e fatte salve le condizioni di cui ai paragrafi 2, 3 e 4 del presente articolo, gli Stati membri autorizzano, o impongono, per tutte le società o per talune categorie di società, la valutazione al fair value degli strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati*".

Il paragrafo 2 dell'art. 42-*bis* prescrive che "*ai fini della presente direttiva, sono considerati strumenti finanziari derivati anche quelli collegati a merci che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari, eccetto nel caso in cui:*

- a. *siano stati conclusi e siano mantenuti per soddisfare le esigenze di acquisto, di vendita o di utilizzo previste dalla società con riferimento alle merci;*
- b. *siano stati destinati a tale scopo sin dall'inizio; e*
- c. *si prevede che vengano eseguiti mediante consegna della merce*".

I paragrafi 3 e 4 precisano i casi in cui la valutazione al *fair value* si applica ovvero non si applica. In particolare, per le passività finanziarie si applica soltanto:

- a) alle passività detenute come elementi del portafoglio di negoziazione;
- b) agli strumenti finanziari derivati.

Con riferimento alle attività finanziarie, il *fair value* non può essere applicato:

- a) agli strumenti finanziari non derivati detenuti fino a scadenza;
- b) ai prestiti e ai crediti originati dalla società e non detenuti a scopo di negoziazione;
- c) alle partecipazioni in società controllate, in collegate e in *joint venture*, ai titoli di capitale emessi dalla società, ai contratti che prevedono un corrispettivo condizionato nell'ambito di

un'operazione di aggregazione di imprese, nonché ad altri strumenti finanziari le cui specificità esigono, secondo quanto generalmente ammesso, una contabilizzazione diversa da quella degli altri strumenti finanziari.

Inoltre, il paragrafo 5 del medesimo articolo consente agli Stati membri di autorizzare la valutazione al *fair value* delle attività e passività oggetto di copertura secondo un sistema contabile di copertura del *fair value*.

La direttiva non offre alcuna definizione di strumento finanziario, né fa alcun richiamo alla definizione di strumento finanziario offerta dallo IASB e quindi non agevola l'individuazione delle poste contabili da valutare al *fair value*.

L'articolo 42-ter stabilisce le modalità di determinazione del *fair value* quando è applicato a norma dell'articolo 42-bis. Il *fair value* va determinato sulla base del prezzo di mercato o di modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati laddove un valore di mercato non sia prontamente identificabile (ad esempio tramite modelli per il calcolo dei prezzi delle opzioni o flussi di cassa attualizzati). Se non è possibile determinare un *fair value* affidabile utilizzando questi metodi, non si deve applicare la valutazione al *fair value* bensì una valutazione conforme alle regole che già esistono nella direttiva.

In particolare, il paragrafo 1, lettera a) prevede che il *fair value* venga determinato facendo riferimento “al valore di mercato per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato affidabile”.

L'articolo 42-quater è volto a stabilire come devono essere contabilizzate eventuali modifiche del *fair value* di uno strumento finanziario.

L'introduzione della possibilità o dell'obbligo di contabilizzare al *fair value* determinate attività e passività finanziarie pone il problema di come contabilizzare le variazioni del medesimo valore registrate nel corso del periodo di riferimento. In particolare, sorgono degli interrogativi per quanto riguarda gli effetti dell'inclusione di utili “non realizzati” nel conto economico. La valutazione che si fonda sul criterio del costo storico, assicura maggiore certezza in merito alla rilevazione degli utili nel conto economico dell'esercizio, in quanto la registrazione presuppone che abbia avuto luogo un'operazione di vendita. Se la valutazione è effettuata in base al *fair value*, il valore di un'attività o di una passività può aver subito una variazione e degli utili possono essere stati inclusi nel conto economico anche se non sono stati ancora “realizzati”, in quanto non ha avuto luogo alcuna vendita.

La Commissione Europea ha ritenuto che, in pratica, gli strumenti finanziari per i quali la direttiva avrà conseguenze più dirette saranno le attività e le passività finanziarie detenute a fini di negoziazione, quali obbligazioni contrattuali e titoli che vengono frequentemente acquistati e venduti allo scopo di ricavare un profitto dalle fluttuazioni dei prezzi a breve termine (che si tratti di strumenti negoziati in borsa o di strumenti cosiddetti “over the counter”⁴). Poiché questi strumenti vengono acquistati e venduti più volte nel breve periodo, i profitti e le perdite sono da considerarsi effettivamente “realizzati”; di conseguenza, viene accettato che in tal caso le variazioni del *fair value* possano essere contabilizzate nel conto economico.

L'articolo 42-quater stabilisce, quindi, che le variazioni del *fair value* di una voce debbano essere contabilizzate di norma nel conto economico dell'esercizio. Il medesimo articolo prevede che gli Stati membri possano altresì autorizzare o imporre che la variazione del valore di un'attività finanziaria disponibile per la vendita, diversa da uno strumento finanziario derivato, sia imputata direttamente nel patrimonio netto, nella riserva intestata al *fair value*. Le variazioni del valore delle attività e passività finanziarie che siano state contabilizzate direttamente nella riserva per il *fair value* devono essere tolte da tale riserva al momento della loro realizzazione ed imputate nel conto economico.

Infine, l'art. 42-quater stabilisce che le variazioni di *fair value* sono imputate direttamente al patrimonio netto qualora:

a) lo strumento oggetto di valutazione sia uno strumento di copertura nell'ambito di un sistema contabile di copertura che consente di non iscrivere nel conto economico la totalità o parte della variazione del valore;

⁴ Si tratta di strumenti finanziari negoziati direttamente tra le parti, senza utilizzare un mercato organizzato.

b) la modifica del valore si riferisca a una differenza di cambio su un elemento monetario che è parte di un investimento netto della società in un'entità estera.

Per comprendere le disposizioni di cui al paragrafo 5 dell'art. 42-*bis* e quelle di cui all'art. 42-*quater* lettera a) occorre sinteticamente esporre quanto previsto dai principi contabili internazionali (IAS 39) con riferimento alla contabilizzazione delle operazioni di copertura.

Lo IAS 39 prevede tre tipologie di coperture:

▪ la prima, denominata *fair value hedge*, ha l'obiettivo di coprire l'esposizione alla variazione del *fair value* di una posta di bilancio attribuibile ad un particolare rischio. Con l'operazione di copertura, quindi, si compensa la variazione del *fair value* di un elemento coperto con l'opposta variazione del *fair value* dello strumento di copertura. Tale compensazione è riconosciuta attraverso la rilevazione a conto economico delle variazioni di valore, riferite sia alla posta coperta (per quanto riguarda le variazioni prodotte dal fattore di rischio sottostante), sia allo strumento di copertura. L'eventuale differenza, che rappresenta la parziale inefficacia della copertura, ne costituisce di conseguenza l'effetto economico netto. Un esempio tipico di *fair value hedge* è rappresentato dalla copertura di un'attività a tasso fisso tramite un IRS (*interest rate swap*) nel quale l'impresa paga un tasso fisso (cioè il tasso di rendimento del titolo) e riceve un tasso variabile. In questo esempio l'operazione di copertura ha l'obiettivo di coprire la variazione del valore di mercato del titolo a tasso fisso dovuta alla variazione dei tassi di interesse;

▪ la seconda, denominata *cash flow hedge*, ha l'obiettivo di coprire l'esposizione a variazioni dei flussi finanziari futuri attribuibili a particolari rischi associati a poste del bilancio. In questo caso, le variazioni di *fair value* del derivato sono riportate nel patrimonio netto, per la quota efficace della copertura, e sono rilevate a conto economico solo quando, con riferimento alla posta coperta, si manifesta la variazione dei *cash flow* da compensare. Se la copertura non si dimostra efficace la variazione di *fair value* del contratto di copertura deve essere imputata al conto economico. La copertura, tramite un *interest rate swap*, della variabilità dei flussi finanziari associati ad un titolo a tasso variabile, rappresenta un tipico esempio di *cash flow hedge*. Attraverso la stipula del contratto di copertura si trasferisce ad un altro operatore il tasso variabile che viene incassato sul titolo e si acquisisce un determinato tasso fisso. In questo modo si trasforma di fatto il rendimento del titolo da un tasso variabile soggetto alle future variazioni dei tassi di interesse ad un tasso fisso con il risultato di stabilizzare i futuri *cash flow* rivenienti dal titolo. Il punto a) dell'art. 42-*quater* è volto a disciplinare questa tipologia di operazioni di copertura;

▪ la terza tipologia di copertura attiene alla copertura dei rischi di un investimento in una gestione estera espresso in valuta. Queste operazioni di copertura devono essere contabilizzate allo stesso modo del *cash flow hedge*.

c. Le disposizioni in tema di informativa di bilancio

L'articolo 42-*quinquies* prende in considerazione le informazioni che devono essere riportate nella nota integrativa.

Qualora sia stata applicata la valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari, la nota integrativa del bilancio deve riportare:

- a) gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il *fair value* sia stato determinato sulla base di modelli e tecniche di valutazione;
- b) per ogni categoria di strumenti finanziari, il *fair value*, le variazioni di valore iscritte nel conto economico, nonché quelle imputate alla riserva intestata al *fair value*;
- c) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati, informazioni sull'entità e sulla natura degli strumenti, comprese le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri;
- d) una tabella che indichi le variazioni della riserva intestata al *fair value* intervenute nell'esercizio.

Qualora, invece, non sia stata applicata la valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari, la nota integrativa deve riportare:

- a) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati, il *fair value* e informazioni sull'entità e sulla natura degli stessi;

- b) per le immobilizzazioni finanziarie contabilizzate per un importo superiore al *fair value*, il valore contabile ed il *fair value* delle singole attività o di raggruppamenti di attività ed i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, compresi gli elementi che inducono a ritenere recuperabile il valore contabile.

Il paragrafo 4 dell'articolo 42-*quinquies* aggiunge all'articolo 46, paragrafo 2 della IV direttiva, relativo al contenuto della relazione sulla gestione, la lettera f), volta a richiedere alle società che fanno un uso rilevante di strumenti finanziari, l'illustrazione:

- degli obiettivi e delle politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni attese cui si applica un sistema contabile di copertura, e
- dell'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

3. IL D.LGS. 30 DICEMBRE 2003, N. 394

a. L'opzione adottata dal legislatore italiano

In Italia la Direttiva 2001/65/CE è stata recepita attraverso il Decreto Legislativo 30 dicembre 2003 n. 394 la cui applicazione decorre dal 1° gennaio 2005.

La necessità di dover introdurre nel nostro ordinamento entro il 2003 le nuove disposizioni comunitarie creava non pochi problemi al legislatore nazionale.

Il recepimento della direttiva, infatti, si collocava prima dell'applicazione del Regolamento 1606/2002/CE, relativo all'adozione dei principi contabili internazionali, e dell'implementazione a livello nazionale della Direttiva 2003/51/CE riguardante i bilanci delle società che non applicheranno gli IAS e seguiva di poco le modifiche apportate alla normativa di bilancio dal D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 in materia di riforma societaria.

Dunque si profilavano quattro diversi interventi sulle norme di bilancio nell'arco di meno di pochi anni e ciò non poteva non provocare confusione nei soggetti che devono applicare le disposizioni e nei destinatari dei bilanci.

Dunque il legislatore, in aderenza con il suggerimento formulato dall'Organismo Italiano di Contabilità, ha rinviato l'applicazione degli obblighi informativi sul *fair value* alla redazione dei bilanci relativi agli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2005 contestualmente all'applicazione del Regolamento comunitario 1606/2002.

In secondo luogo era necessario valutare se recepire l'introduzione del *fair value* ai fini delle valutazioni di talune componenti di bilancio o solo ai fini dell'informativa da fornire in nota integrativa. Il legislatore ha optato per questa seconda soluzione, in attesa che le norme giuridiche e principi contabili nazionali vengano armonizzati con le nuove norme contabili internazionali e anche tale scelta appare condivisibile per due ordini di motivi:

— le norme contabili nazionali relative agli strumenti finanziari presentano caratteristiche strutturali profondamente diverse da quelle considerate dalla direttiva sul *fair value* e dai principi contabili internazionali che sono adottati da alcune società a partire dal 2005. L'introduzione del *fair value* nelle regole contabili nazionali, fondamentalmente basate sul costo storico, comporta significativi interventi di regolamentazione tecnica e notevoli implicazioni sulle società che oggi sono poco abituate ad utilizzare il *fair value* nella predisposizione del bilancio. La complessità di questi aspetti innovativi ha comportato un continuo rinvio nell'approvazione definitiva degli IAS 32⁵ e 39 relativi agli strumenti finanziari e ad un loro iniziale recepimento non integrale da parte della Commissione Europea;

— le definizioni di “strumenti finanziari” e “strumenti finanziari derivati”, nell'accezione prevista dai principi internazionali, presentano significative differenze rispetto al nostro attuale contesto normativo. Tali definizioni, infatti, sono presenti unicamente nel D.Lgs. n. 58/1998 (Legge Draghi), quindi in un contesto diverso da quello della normativa di bilancio, e con una connotazione più ristretta rispetto a quella fornita dai principi contabili internazionali. Nel citato decreto, la definizione di strumento finanziario, per esempio, non comprende i crediti ed i debiti mentre la definizione di strumento finanziario derivato non comprende i contratti derivati su crediti. Evidentemente una chiarezza nelle definizioni è indispensabile per poter introdurre il *fair value* come criterio di valutazione di alcune poste di bilancio.

Il decreto ha modificato sia il codice civile, attraverso l'introduzione dell'art. 2427-bis e l'integrazione dell'art. 2428, sia il D.Lgs. n. 127/91 ed il D.Lgs. n. 87/92 e dunque le nuove disposizioni devono essere applicate dalle imprese manifatturiere e commerciali nonché dalle banche e dalle altre istituzioni finanziarie nei propri bilanci d'impresa e consolidati.

⁵ Si segnala che nel mese di agosto 2005 lo IASB ha approvato un nuovo principio contabile (IFRS 7 *Strumenti finanziari: informativa*) relativo alle informazioni che devono essere fornite nelle note di bilancio con riferimento agli strumenti finanziari. Tale principio sostituisce lo IAS 32 per gli aspetti che riguardano l'informativa di bilancio sugli strumenti finanziari. L'IFRS 7, omologato dalla Commissione europea l'11 gennaio 2006 con il Regolamento n. 108/2006/CE, entra in vigore a partire dai bilanci che iniziano dal 1° gennaio 2007 o da data successiva.

Non sono, invece, state apportate modifiche al D.Lgs. n. 173/97 delle imprese di assicurazione in quanto la stessa Direttiva 2001/65/CE non è intervenuta sulla Direttiva 91/674/CEE relativa ai bilanci assicurativi⁶.

Infine, il legislatore è intervenuto a modificare l'art. 2435-bis relativo ai bilanci in forma abbreviata per prevedere anche per le imprese minori alcune delle informazioni richieste dal decreto, mentre non ha previsto interventi specifici sull'art. 2478-bis relativo ai bilanci delle società a responsabilità limitata. Questo, tuttavia, appare unicamente un difetto di coordinamento in quanto -con riferimento ai criteri di redazione del bilancio- l'art. 2478-bis effettua un integrale rinvio alla disciplina dei bilanci delle società per azioni e, dunque, qualora le informazioni previste dall'art. 2427-bis risultino rilevanti, è da ritenere necessaria l'applicazione delle nuove norme anche da parte delle società a responsabilità limitata.

b. Le definizioni

La direttiva, all'art. 1, prevede come ambito di applicazione, *gli strumenti finanziari*, compresi *gli strumenti finanziari derivati* senza però fornire una definizione di essi, dando forse per scontato l'esistenza nel contesto normativo degli Stati membri, delle definizioni di strumenti finanziari e di strumenti finanziari derivati.

Nel nostro corpo normativo, viceversa, si deve notare la mancanza di elementi di definizione che consentano di individuare esattamente l'ambito di applicazione della nuova disposizione codicistica. È infatti possibile trovare un riferimento articolato unicamente nel D.Lgs. n. 58/1998, Legge Draghi, anche se in tale contesto la descrizione degli strumenti derivati risulta strettamente finalizzata alla definizione dei servizi d'investimento "riservati" alla categoria degli intermediari autorizzati⁷. Tale lacuna della normativa primaria di bilancio non è sanabile neanche attraverso il ricorso alla regolamentazione secondaria delle Autorità di Vigilanza ovvero, in ultima istanza, al corpo dei principi contabili nazionali emanati dalla professione.

Le definizioni mancanti risultano fondamentali per una corretta definizione delle informazioni da fornire in conformità al combinato disposto dell'art. 2427-bis e dell'art. 2428, comma 2, n. 6-bis). Tale carenza era stata sottolineata dall'OIC nella sua nota di commento allo schema di Decreto Legislativo; il legislatore ha quindi ritenuto di dover individuare gli strumenti finanziari e gli strumenti finanziari derivati, non attraverso una rigida definizione legislativa, quanto piuttosto attraverso modalità più flessibili e cioè mediante la tecnica del rinvio ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina dell'Unione Europea.

⁶ Si segnala che successivamente la Direttiva 2003/51/CE ha esteso anche alle imprese di assicurazione l'applicabilità del *fair value* per gli strumenti finanziari sia con riferimento alle valutazioni, sia per quanto riguarda l'informativa di bilancio.

⁷ Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 all'art. 1 secondo comma prevede che "Per «strumenti finanziari» si intendono:
a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
b-bis) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile;
c) le quote di fondi comuni di investimento;
d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici;
f) i contratti «futures» su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere.
Al terzo comma prevede che:
Per «strumenti finanziari derivati» si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j)."

Tenuto conto dell'espresso richiamo "ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale" di cui al comma 5 dell'art. 2427-*bis*, sembra, dunque, inevitabile fare riferimento ai principi dello IASB per ottenere delle definizioni che siano di generale accettazione e, soprattutto, coerenti con le stesse regole che portano alla indicazione ed all'utilizzo concreto del *fair value* come strumento di valutazione di bilancio.

Per una più dettagliata analisi delle definizioni di strumento finanziario e di strumento finanziario derivato si rinvia al capitolo 4.

Anche con riferimento alla traduzione di *fair value* il legislatore nazionale ha adottato una soluzione "pragmatica".

A differenza di quanto avvenuto nella traduzione ufficiale della direttiva, laddove il termine *fair value* è stato tradotto con l'espressione "valore equo", nel processo di recepimento di tali norme nel codice civile si è preferito mantenere il termine inglese a testimonianza di una difficoltà ad individuare una univoca definizione. Il termine *fair value* è sicuramente foriero di interpretazioni diverse e, forse, discordanti tra loro, le cui implicazioni non si limitano al piano etimologico e meramente teorico ma sfociano in tematiche applicative sino ad investire la sfera operativa degli operatori interessati.

Tra tutte le possibilità alternative, quella scelta dal legislatore italiano nella traduzione della direttiva introduce elementi di misurazione assai poco oggettivi⁸ e che male si conciliano con una delle finalità principali del bilancio che è quella di produrre dati comparabili sia nel tempo (riferiti quindi al medesimo soggetto economico) che nello spazio (cioè tra entità appartenenti al medesimo settore produttivo)⁹.

È stato inoltre rilevato come anche il riferimento al concetto di correttezza così come a quello di adeguatezza si prestino a rilevanti controindicazioni. Nel primo caso, infatti, c'è il rischio che si possa intendere il *fair value* come un criterio univoco di misurazione dei valori di bilancio in grado di condurre con "precisione" a valutazioni "puntuali" ed incontrovertibili, quasi che i valori determinati con altri criteri non possano essere, almeno concettualmente, corretti: tale impostazione però si scontra con la constatazione, imposta dalle regole dettate dai principi contabili internazionali, che presuppongono quasi naturalmente una pluralità di criteri e parametri di misurazione tra loro alternativi. Allo stesso modo anche il concetto di adeguatezza o congruità sembra prestare il fianco ad alcune critiche in quanto presuppone uno stretto aggancio con valori di mercato mentre - ed anche tale aspetto è desumibile dai criteri applicativi che sono dettati dai principi internazionali come si vedrà meglio in seguito - si può pervenire ad una corretta valutazione al *fair value* anche in assenza di valori direttamente desunti da mercati più o meno attivi ed affidabili.

Ancora una volta la più significativa fonte d'interpretazione è rappresentata proprio dai Principi contabili internazionali dello IASB che, come già visto in precedenza, hanno rappresentato l'elemento scatenante delle disposizioni comunitarie in argomento.

Il Glossario accluso ai principi stessi, infatti, definisce il *fair value* come "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili". Sempre secondo i principi, sottostante la definizione di *fair value* c'è la presunzione che l'impresa che applica il principio si trovi nel normale esercizio della sua attività senza alcuna intenzione di liquidare i propri beni, di ridurre in via significativa il livello delle proprie attività ovvero di procedere alla definizione di transazioni a condizioni sfavorevoli. Il *fair value*, pertanto, non è l'ammontare che l'impresa potrebbe ricevere (o pagare) in una operazione

⁸ Questa mancanza di univoca interpretazione del termine si è poi riflessa nelle modalità di recepimento della Direttiva 2001/65/CE da parte dei diversi Stati membri dell'Unione. Il termine in questione è stato di volta in volta tradotto con espressioni che echeggiano concetti di "correttezza" - si pensi al termine "le juste valeur" utilizzato nei testi adottati da Francia e Belgio ovvero a quello, "pelo justo valor" utilizzato in Portogallo - oppure di "adeguatezza/ragionevolezza" come desumibile dal testo spagnolo "el valor razonable", oppure, ancora, di "valore corrente" come si desume dall'espressione tedesca "des beizulegenden zeitweris".

⁹ È interessante notare come lo stesso legislatore italiano quando in passato si è dovuto cimentare nello stesso esercizio è pervenuto a dei risultati sostanzialmente diversi: la clausola generale di bilancio del "true and fair view" prevista nella IV direttiva (e tradotta con la formulazione "quadro fedele") è stata recepita nel nostro ordinamento con l'espressione "in modo veritiero e corretto".

forzosa ovvero in una più o meno consapevole liquidazione dei propri beni; piuttosto esso sembra riflettere, almeno ad una prima approssimazione, un valore di mercato.

Il problema è che tale criterio di valutazione si applica, o deve comunque essere considerato come termine di paragone ai fini di eventuali processi di svalutazione, anche ad attività o passività per le quali prezzi attendibili determinati in mercati attivi, per usare la terminologia utilizzata dal nostro legislatore, non esistono. Si pensi alle partecipazioni detenute in società controllanti o in altre società (le quali non necessariamente sono quotate o trattate in circuiti di negoziazione bancari), o alla categoria dei contratti derivati. Si pensi ancora alla classe dei crediti: questa, nella maggioranza dei casi sembra presentare ancor maggiori difficoltà ad essere trattata in mercati sufficientemente liquidi e quindi “attivi”.

Il termine *fair value* deve probabilmente essere tradotto facendo riferimento al concetto di “valore corrente di scambio”: questo sarà rappresentato dai prezzi di mercato laddove disponibili, ovvero da “ragionevoli approssimazioni” di tali prezzi, come pure previsto dalla lett.b) del comma 3 dell’art. 2427-bis, determinate mediante l’utilizzo di tecniche e modelli valutativi di generale accettazione.

Le difficoltà a pervenire ad una corretta e condivisa traduzione del termine originale anglosassone – viste anche le sue rilevanti implicazioni tecnico/valutative oltre che contabili – hanno quindi spinto il nostro legislatore ad adottare, anche in questo caso, la soluzione utilizzata per la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale Europea del testo dei principi contabili internazionali dello IASB di cui al Regolamento dell’Unione 1606/2002/CE, mantenendo il termine inglese. Tale soluzione, peraltro raccomandata dall’OIC, può essere accettata considerato che ormai diversi termini stranieri tecnici sono stati importati nel nostro ordinamento.

c. Le modalità di determinazione del *fair value*

Nella predisposizione del provvedimento legislativo il legislatore ha naturalmente dovuto affrontare il problema delle modalità di determinazione del *fair value*.

Nei precedenti paragrafi sono già state fornite alcune indicazioni in tal senso: a volte il *fair value* sarà rappresentato da un “prezzo” di mercato, a volte, invece, si dovrà far riferimento a tecniche tipicamente valutative. Anche con specifico riferimento agli strumenti derivati, gli stessi possono essere standardizzati e quotati in mercati “liquidi” e regolamentati (ed in questo caso il loro *fair value* può essere ragionevolmente rappresentato proprio dalle quotazioni di borsa) oppure essere definiti su misura per rispondere alle esigenze degli operatori e trattati *over the counter* (ed in quest’ultimo caso il processo per pervenire al loro “valore corrente” sarà molto più articolato).

Il legislatore, ben conscio di queste differenziazioni, ha fornito diverse e precise indicazioni incluse nel comma 3 dell’art. 2427-bis, riprese in gran parte da quelle a sua volta fornite dal legislatore comunitario.

Il *fair value*, ai sensi dell’art. 2427-bis comma 3 lettera a), dovrà essere determinato in conformità ai prezzi di mercato per tutti gli strumenti trattati su “mercati attivi”¹⁰. In subordine e qualora ci si trovi di fronte a strumenti scomponibili per i quali sia possibile individuare i valori di mercato delle singole componenti, si dovrà procedere alla scomposizione dello strumento e utilizzare i valori di mercato delle singole componenti per la definizione del *fair value* complessivo. Qualora, ancora, lo strumento non sia scomponibile, ovvero non sia possibile determinare un valore di mercato per una parte significativa di componenti, si potrà procedere ad analisi comparative utilizzando i valori di mercato di strumenti analoghi. Le ulteriori indicazioni formulate alla lett. b) del terzo comma del 2427-bis fanno poi riferimento “a modelli e tecniche di

¹⁰ In realtà il testo della Direttiva utilizza il termine “affidabile” e questo era anche il termine originariamente adottato dal legislatore nello schema di Decreto. Sul punto è intervenuto l’OIC che nella sue osservazioni metteva in evidenza le seguenti criticità della soluzione prospettata: “Considerato che il termine “mercato affidabile” si presta ad interpretazioni differenti, si suggerisce di specificare nella relazione di accompagnamento che esso vada inteso, in linea con quanto previsto dai principi internazionali (IAS 39), alla stregua di mercato attivo, che è, stando alla prassi contabile attuale, il termine più aderente all’obiettivo di ricercare un valore di mercato che presuppone oltre alla disponibilità dei prezzi anche il concetto di mercato liquido”. Il legislatore è poi andato anche oltre i suggerimenti formulati dall’OIC modificando direttamente il testo normativo.

valutazione generalmente accettati” per tutti quegli strumenti per i quali non sia possibile individuare dei mercati di riferimento affidabili; l’unico vincolo posto in queste particolari fattispecie è che tali tecniche e modelli di valutazione conducano comunque ad una “ragionevole approssimazione” del valore di mercato.

Infine, così come anche previsto dalla Direttiva, il codice si preoccupa di fornire agli operatori una via d’uscita rappresentata dalla possibilità di disattendere le norme in commento allorquando non sia possibile individuare in maniera attendibile il *fair value* degli strumenti finanziari. Questa via d’uscita dovrà, ovviamente, essere usata solo quando i dati determinati non contribuiscano alla chiarezza del bilancio. Dovrà trattarsi di casi estremi posto che proprio l’ampia articolazione delle indicazioni fornite - prezzi di mercato, comparazioni, e soprattutto, tecniche di valutazione – rende possibile affrontare con ragionevolezza anche le situazioni più complesse.

Per una più articolata disamina dei criteri per determinare il *fair value* si rinvia al capitolo 5.

d. Le informazioni della nota integrativa (art. 2427-bis c.c.)

L’art. 1 (relativo ai bilanci d’esercizio), del decreto ha introdotto nel codice civile l’art. 2427-*bis* che richiede l’indicazione nella nota integrativa del *fair value* degli strumenti finanziari derivati e delle immobilizzazioni finanziarie, con esclusione delle partecipazioni in società controllate, collegate e delle partecipazioni in *joint venture*, se iscritte in bilancio ad un valore superiore al *fair value*. Inoltre, il medesimo articolo, richiede -con riferimento ai contratti derivati- informazioni sulla natura e sull’entità dei contratti derivati utilizzati dall’impresa, e -con riferimento alle immobilizzazioni finanziarie iscritte ad un valore superiore al loro *fair value*- i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto.

Per quanto riguarda i contratti derivati, l’art. 2427-*bis*, comma 1, numero 1 richiede le informazioni relative al *fair value* di tutti i contratti derivati, siano essi utilizzati con la finalità di coprire rischi finanziari, siano essi utilizzati nell’ambito di operazioni speculative. Con riferimento alle informazioni richieste sulla entità e natura degli strumenti finanziari derivati, il codice non prescrive una struttura di presentazione dell’informativa richiesta, tuttavia appare logico considerare che le informazioni integrative debbano comprendere un insieme di descrizioni qualitative e di dati numerici, tenuto conto della natura degli strumenti e della loro importanza relativa.

Le disposizioni relative al *fair value*, all’entità ed alla natura degli strumenti finanziari derivati non sono applicabili alle società che redigono il bilancio in forma abbreviata in quanto l’art. 2 del decreto legislativo ha modificato il comma 5 dell’art. 2435-*bis* del codice civile inserendo tra le informazioni che non devono essere esposte nella nota integrativa di tali società anche le disposizioni previste dall’art. 2427-*bis*, comma, 1 numero 1.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni finanziarie, ai fini dell’applicazione delle disposizioni previste dal comma 1 numero 2 dell’art. 2427-*bis*, sono escluse le partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell’art. 2359 nonché le partecipazioni in *joint venture*, che pure negli schemi obbligatori di stato patrimoniale dettati dall’art. 2424 del codice civile risultano ricomprese tra le immobilizzazioni finanziarie.

Per l’applicazione delle disposizioni, pur non essendovi un esplicito rinvio della norma, si ritiene si debba fare riferimento alle residue categorie di immobilizzazioni previste dalla voce B III dell’art. 2424, vale a dire le partecipazioni nelle imprese controllanti nonché quelle in altre imprese, i crediti verso imprese controllate collegate e controllanti, i crediti verso altri nonché gli altri titoli e le azioni proprie.

Per tutte le voci sopra descritte, la nota integrativa dovrà quindi includere l’indicazione del loro valore contabile e del relativo *fair value* nel caso in cui quest’ultimo risulti inferiore al valore di libro. Tenendo quindi a riferimento il costo quale criterio di iscrizione in bilancio e ferme restando le eventuali rettifiche di valore a questo apportate nel tempo, qualora il valore contabile risulti superiore al valore corrente occorrerà darne conto nella nota integrativa fornendo “*i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato*”. Tali indicazioni riecheggiano e completano quelle già oggi previste dall’ultimo periodo dell’art. 2426 n. 3 per le

partecipazioni in imprese controllate o collegate iscritte ad un valore superiore a quello desumibile dal metodo del patrimonio netto (per le quali “*la differenza deve essere motivata nella nota integrativa*”).

Queste disposizioni, inoltre, devono essere raccordate al concetto di “perdita durevole di valore” di cui al primo periodo del medesimo art. 2426 n. 3. Tale norma, applicabile peraltro a tutte le categorie di immobilizzazioni e non solo a quelle finanziarie, ne impone la svalutazione in presenza, appunto, di un valore che risulti durevolmente inferiore a quello di libro. Il legislatore del '91 (la norma infatti è stata introdotta nel nostro ordinamento con il D.Lgs. 127/91 di recepimento della IV e VII direttiva CEE) non si è preoccupato di formulare indicazioni circa i diversi metodi da adottare per la determinazione dei valori da porre a confronto con quello determinato secondo il metodo del costo.

Le informazioni richieste possono essere fornite o per singole attività o per appropriati raggruppamenti delle stesse. In sostanza potranno essere accorpate ai fini dell'esposizione in nota integrativa raggruppamenti di attività similari o di attività caratterizzate dalle medesime modalità di determinazione del *fair value*.

L'art. 4 del decreto ha introdotto le medesime disposizioni sopra analizzate ai fini della redazione del bilancio consolidato modificando così il D.Lgs. n. 127/91 mentre l'art. 6 è intervenuto sul D.Lgs. 87/92 relativo ai bilanci d'esercizio e consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari per estendere le stesse norme a tali bilanci.

Si tenga conto che le informazioni relative alle immobilizzazioni finanziarie, a differenza di quelle già illustrate relative al *fair value*, devono essere fornite anche dalle società che redigono il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis* del codice civile.

e. Le informazioni della relazione sulla gestione (art. 2428, comma 2, n. 6-*bis* c.c.)

La definizione di sempre nuovi strumenti finanziari e l'evoluzione avvenuta negli ultimi anni di quelli preesistenti ha consentito alle imprese di sviluppare nuove tecniche per misurare e fronteggiare i rischi connessi a tali strumenti ed alla funzione “finanza” in generale.

In questo contesto, le informazioni relative all'esposizione dell'impresa ai rischi suddetti nonché le politiche adottate per fronteggiarli assumono sempre maggiore importanza per i destinatari delle informazioni contabili. Quanto esposto spiega la crescente attenzione attribuita a questo argomento dagli Standard Setter, nazionali ed internazionali, dalle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, dalle Banche Centrali e dagli organismi internazionali di “supervisione bancaria e finanziaria”. Queste informazioni possono, infatti, fortemente influenzare la valutazione, da parte dei lettori del bilancio, circa l'effettiva situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa, consentendo, attraverso una maggiore trasparenza sui rischi finanziari, di adottare decisioni di investimento/disinvestimento in modo consapevole e “informato”.

Proprio in relazione a tali aspetti ed in conformità a quanto statuito dalla Direttiva 2001/65/CE, l'art. 2428, che disciplina il contenuto della relazione che gli amministratori devono redigere a corredo del bilancio d'esercizio sulla situazione della società e sull'andamento della gestione nel suo complesso, è stato arricchito al secondo comma con il punto 6-*bis* volto a prescrivere informazioni sugli effetti ed i possibili impatti derivanti dall'uso da parte delle società di strumenti finanziari.

Più in particolare la norma in argomento dispone che gli Amministratori sono tenuti ad illustrare nella loro relazione l'eventuale utilizzo di strumenti finanziari, così come identificati nei precedenti paragrafi: “*dalla relazione devono in ogni caso risultare..... in relazione all'usodi strumenti finanziari e se rilevanti ai fini della valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria...*”. Si pone quindi il problema di definire quali situazioni possano essere ritenute *rilevanti* per gli utilizzatori dei bilanci, tenuto conto del necessario parametro di riferimento rappresentato dalla “valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria”. In tal senso, un approccio esclusivamente quantitativo non sembra essere la strada più utilmente percorribile. Una valutazione meramente quantitativa eseguita attraverso la sola applicazione di parametri o di formule matematiche, appare sicuramente riduttiva e non in grado di soddisfare quelle finalità informative che sono alla base della nuova disposizione.

Gli Amministratori dovranno quindi affidarsi al loro prudente apprezzamento per stabilire, di volta in volta e nelle singole concrete fattispecie, quando l'operatività in strumenti finanziari sia rilevante, sia sotto il profilo quantitativo che sotto quello qualitativo immedesimandosi nelle aspettative degli utilizzatori del bilancio stesso. Una valutazione così modulata consentirà di definire al meglio il grado di approfondimento dell'informativa da fornire, anche in relazione alle diverse tipologie di strumenti finanziari utilizzati, ai rischi che si è inteso coprire nonché ai volumi delle transazioni poste in essere.

Per i casi in cui la norma si renda applicabile, il codice dispone che gli Amministratori debbano illustrare:

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

b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità, e al rischio di variazione dei flussi finanziari.”

È evidente come lo scopo del legislatore sia quello di fornire una *disclosure* completa sui (potenziali) impatti degli strumenti finanziari sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sul risultato economico nonché, da ultimo, sui flussi finanziari attesi della società. Sembra quindi di poter dire che le informazioni da indicare nella relazione sulla gestione possano suddividersi in due classi:

- informazioni qualitative (quelle di cui all'art. 2428, 6-bis, sub a) volte a descrivere gli obiettivi della direzione aziendale, le politiche e i criteri utilizzati per fronteggiare i rischi;
- informazioni quantitative (quelle di cui all'art. 2428, 6-bis, sub b) volte a fornire indicazioni circa la dimensione (ampiezza) dell'esposizione ai rischi da parte dell'impresa.

4. LE DEFINIZIONI SOTTOSTANTI LA NUOVA NORMATIVA

a. Strumento finanziario

Come già accennato in precedenza nel paragrafo 3.b, l'ambito di applicazione della Direttiva 2001/65/CE è rappresentato dagli strumenti finanziari (derivati e non). Tale Direttiva, tuttavia, è priva di specifici elementi di definizione ed identificazione degli strumenti finanziari e degli strumenti finanziari derivati.

Come visto in precedenza, viceversa, nel contesto normativo italiano si rileva la mancanza di elementi di definizione che consentano, per l'appunto, di identificare puntualmente gli strumenti finanziari richiamati dalle nuove disposizioni in materia di bilancio di recepimento della Direttiva 2001/65/CE.

La scelta operata è stata quella di snellire il processo di definizione normativa mediante tecnica del rinvio ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina dell'Unione europea.

i. Definizione

In considerazione dell'esplicito richiamo fatto dal Legislatore "ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale", è del tutto appropriato (se non indispensabile) fare riferimento ai principi contabili emanati dallo IASB per ricavare delle definizioni di generale accettazione e coerenti con le stesse regole che portano alla indicazione ed all'utilizzo concreto del *fair value* come strumento di valutazione di bilancio.

Secondo il principio contabile IAS 32 uno strumento finanziario è rappresentato da qualsiasi contratto che dia origine ad una attività finanziaria per un'entità e, di contro, ad una passività finanziaria o ad uno strumento rappresentativo del patrimonio netto per un'altra entità. Il principio non si limita a offrire una definizione base, ma declina le definizioni specifiche di attività e passività finanziarie e di strumenti rappresentativi del patrimonio netto.

In particolare, le attività finanziarie sono rappresentate da:

- (a) disponibilità liquide;
- (b) uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità;
- (c) un diritto contrattuale:
 - (i) a ricevere disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria da un'altra entità;
 - o
 - (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente favorevoli all'entità;
- oppure
- (d) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è:
 - (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a ricevere un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità;
 - o
 - (ii) un derivato che sarà o potrà essere regolato con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti che siano a loro volta contratti per ricevere o consegnare in futuro strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

Le passività finanziarie sono rappresentate da:

- (a) un'obbligazione contrattuale:
 - (i) a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità;
 - o

- (ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità;
- oppure
- (b) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è:
 - (i) un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a consegnare un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità;
 - o
 - (ii) un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti che siano a loro volta contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

Per strumenti rappresentativi del patrimonio netto dell'entità, i principi internazionali intendono ogni contratto che evidenzi un interesse ideale di partecipazione alle attività dell'impresa una volta dedotte tutte le passività.

ii. Tipologie

Le definizioni sopra riportate sono di così ampia portata da far ricadere nell'ambito della categoria degli strumenti finanziari, una pluralità di fattispecie che vanno dalle disponibilità liquide, ai titoli nonché ai crediti e debiti generati dall'impresa. Ciascuna di queste classi, accoglie le diverse tipologie di strumenti finanziari derivati.

Le disponibilità liquide includono la cassa ed i suoi equivalenti rappresentati da investimenti a breve termine estremamente liquidi e facilmente convertibili in un ammontare predeterminato di disponibilità senza significativi rischi di modifiche nel loro valore quali, ad esempio, i depositi bancari, e gli assegni bancari.

I titoli includono:

- a) i titoli azionari o altri strumenti finanziari partecipativi, tra cui rientrano anche:
 - i) i nuovi strumenti finanziari introdotti dalla riforma quali le azioni di cui all'art. 2350, comma 2 del codice civile, i cui rendimenti sono correlati ai risultati dell'attività sociale in un particolare settore di attività;
 - ii) gli altri strumenti finanziari partecipativi di cui all'ultimo comma dell'art. 2346 del codice civile dotati, in base a specifiche previsioni statutarie, di diritti patrimoniali o anche amministrativi;
- b) i titoli obbligazionari, i titoli rappresentativi di debito (sia del settore corporate privato che di quello pubblico quali, ad esempio, i titoli del Tesoro o di altri enti pubblici), i titoli rappresentativi del patrimonio netto oltre alla combinazione di tali ultime due fattispecie che si concretizza nei cosiddetti strumenti composti. Le obbligazioni convertibili rappresentano la fattispecie più diffusa di strumento finanziario che incorpora sia uno strumento di debito e sia uno strumento di patrimonio netto.

Anche i crediti e debiti generati nel corso della consueta attività dell'impresa rientrano nella definizione di strumento finanziario.

b. Strumento finanziario derivato

Uno strumento finanziario derivato è così definito in quanto il proprio valore "deriva" da quello di attività sottostanti (attività reali o finanziarie) o perché è correlato all'andamento di nozionali sottostanti legati all'andamento di tassi di mercato (ad esempio di interesse o di cambio) ovvero di indici (ad esempio di borsa o dei prezzi). Anche per ricavare la definizione delle diverse categorie di strumenti finanziari derivati è del tutto appropriato fare riferimento ai principi contabili emanati dallo IASB.

i. Definizione

Lo IAS 39 definisce un derivato come uno strumento finanziario od altro contratto che rientri nell'ambito delle diverse categorie in precedenza elencate e che, al contempo, presenti tutte e tre le seguenti caratteristiche:

- il suo valore si modifica al variare di specifici tassi d'interesse, di prezzi di altri strumenti finanziari o di beni, di tassi di cambio, di indici di prezzi o di tassi, *rating* o indici creditizi, o, infine, altre variabili a condizione che, quando queste ultime non siano di carattere finanziario, non si riferiscano ad una delle parti contraenti del contratto sottostante il derivato stesso;
- non richiede investimenti iniziali ovvero li richiede per un ammontare molto inferiore rispetto a quello che sarebbe necessario per altri tipi di contratti o strumenti in grado di riprodurre i medesimi risultati (in termini di rendimento) o variazioni ai cambiamenti nei sopra indicati fattori di mercato;
- è regolato ad una data futura.

Lo IAS 39 inoltre prevede una distinzione tra derivati utilizzati per operazioni di copertura e derivati utilizzati per operazioni speculative. I primi sono derivati designati come tali il cui *fair value* o i cui flussi finanziari si prevede compensino le variazioni di *fair value* o di flussi finanziari dell'elemento oggetto di copertura. Per queste operazioni è necessario pertanto valutare l'efficacia della copertura, che rappresenta il livello al quale l'impiego dello strumento di copertura comporta la compensazione dei cambiamenti di *fair value* o di flussi finanziari attribuibili ad un rischio coperto. Gli strumenti finanziari derivati speculativi identificano, invece, contratti il cui valore sia legato ("deriva"), dalle variazioni nel prezzo dell'attività finanziaria sottostante e dalla sua capacità di essere oggetto di pronta negoziazione su un mercato, ma non sono detenuti dall'azienda con l'obiettivo di copertura di un rischio.

ii. Tipologie

Gli strumenti che rientrano nell'ambito della definizione di strumento derivato possono essere suddivisi in derivati finanziari e derivati creditizi. I primi sono rappresentati dalle seguenti principali categorie:

- a) contratti a termine, rappresentati da strumenti le cui principali categorie sono costituite dai contratti *forward* e dai *futures*; essi prevedono lo scambio tra due parti di un determinato bene a una data futura e ad un prezzo prefissati al momento della stipula del contratto. Oggetto del contratto possono essere sia merci (*commodities*), che prevedono la consegna fisica del bene a scadenza, strumenti finanziari, indici di borsa o valute.
- b) opzioni, rappresentate da strumenti che attribuiscono all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (nel caso delle opzioni *call*) o di vendere (nel caso delle opzioni *put*) attività finanziarie (azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati) o reali (merci e *commodities*) ad un prezzo prefissato (*strike price*) ad una certa data (opzione europea) o entro la stessa data (opzione americana). Il diritto è rilasciato dal venditore all'acquirente dietro la corresponsione di un premio che rappresenta la perdita potenziale massima a cui va incontro chi acquista;
- c) *swap*, rappresentati da strumenti mediante i quali due parti si impegnano a scambiarsi tra di loro, a date prestabilite, flussi di cassa secondo uno schema convenuto.

I derivati creditizi sono contratti che perseguono la finalità di trasferire il rischio creditizio sottostante ad una determinata attività dal soggetto che acquista protezione al soggetto che vende protezione. In tali operazioni l'oggetto della transazione è rappresentato dal rischio di credito in capo ad un prestatore finale di fondi. Tali contratti si possono distinguere in:

- a) credit default swap, contratti nei quali il venditore di protezione deve adempiere all'obbligazione prevista dal contratto al verificarsi di un determinato evento;
- b) credit spread swap/option, nei quali l'obbligo ad adempiere del venditore di protezione dipende dall'andamento di mercato di un'entità di riferimento;

- c) total rate of return swap, nei quali l'acquirente ed il venditore di protezione si scambiano l'ammontare dei flussi di cassa generati da un'entità di riferimento e quelli legati ad un tasso di interesse di mercato maggiorato o diminuito di un determinato spread.

Tali strumenti finanziari possono essere standardizzati e quotati in mercati regolamentati ovvero definiti su "misura" in relazione alle specifiche esigenze degli operatori e trattati da istituzioni finanziarie nell'ambito di circuiti specializzati (cosiddetti prodotti *over the counter*). Appartengono alla prima categoria i contratti *futures* e le opzioni (*call* e *put*) quando esse sono negoziate sui mercati regolamentati. I contratti a termine *forward*, le opzioni non quotate, nonché gli *swap* ed i derivati creditizi, viceversa, appartengono alla categoria degli strumenti *over the counter*.

Come già rilevato, il ricorso a strumenti finanziari derivati può avvenire per finalità di copertura dei rischi finanziari connessi a portafogli o strumenti già detenuti ("*hedging*") o per finalità speculative.

iii. I derivati su merci

L'art. 2427-bis, comma 2 impone l'applicazione dell'informativa sul fair value anche a fronte di contratti derivati collegati a merci (*commodities*) che, generalmente, sono negoziati nei mercati a termine. In particolare la disposizione stabilisce che devono essere considerati strumenti derivati collegati a merci "*quelli che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari, ad eccezione del caso in cui si verificano contemporaneamente le seguenti condizioni:*

- *il contratto sia stato concluso e sia mantenuto per soddisfare le esigenze previste dalla società che redige il bilancio di acquisto, di vendita o di utilizzo delle merci;*
- *il contratto sia stato destinato a tale scopo fin dalla sua conclusione;*
- *si prevede che il contratto sia eseguito mediante consegna della merce*".

Da ciò ne discende che i contratti a termine su *commodities*, allorché regolati per contanti, sono nella sostanza degli strumenti finanziari veri e propri e come tali devono essere considerati ai fini dell'informativa da fornire nella nota integrativa. Viceversa quando tali contratti attengono ad operazioni poste in essere con finalità strumentali all'attività produttiva, non devono essere considerati strumenti finanziari e perciò sono esclusi dal campo di applicazione degli obblighi d'informativa previsti dal codice civile.

In linea generale le principali caratteristiche che le merci devono avere affinché siano negoziate a termine sono le seguenti:

- volatilità dei prezzi. In assenza di questo tipo di volatilità, che può essere causata da variazioni nella produzione, nel consumo o nelle quantità immagazzinate, non sussisterebbe alcun rischio per gli operatori coinvolti nell'attività e non vi sarebbe spazio per eventuali profitti di origine speculativa funzionali alla stessa esistenza dei mercati a termine. Per la maggior parte delle *commodities* agricole, ad esempio, la volatilità dei prezzi deriva dalle condizioni di incertezza con cui si attua il processo di produzione (condizioni meteorologiche, resa dei terreni, etc.);
- la *commodity* deve essere relativamente omogenea per la definizione di un contratto standard ossia deve essere possibile standardizzare la qualità e le condizioni di consegna delle *commodities* che costituiscono il sottostante dei contratti *futures*;
- la *commodity* deve essere profittevolmente stoccabile. Le possibilità di stoccaggio sono legate alla deperibilità della *commodity* e costituiscono un presupposto irrinunciabile per le negoziazioni sui mercati a termine;
- il mercato del sottostante deve essere concorrenziale. Per soddisfare questa condizione il mercato deve includere un elevato numero di operatori (produttori, consumatori e intermediari), poiché le condizioni di monopolio non permettono un'adeguata volatilità dei prezzi. Il volume ed il valore commerciale delle *commodities* devono essere inoltre

abbastanza grandi da poter costituire una base adeguata per le negoziazioni sui mercati a termine;

- produzione in surplus. Il ricorso ai mercati a termine per sfruttare le opportunità di *hedging* è legato alla presenza di surplus produttivi. Se, infatti, la produzione annuale venisse ogni volta interamente venduta, il ricorso ai mercati a termine per fini di copertura verrebbe notevolmente ridimensionato in quanto non esisterebbe più il rischio legato al prodotto immagazzinato.

5. LE MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEL *FAIR VALUE*

a. Premessa

Come già rilevato, il concetto di “*fair value*” ed i criteri per la sua determinazione sono aspetti profondamente innovativi con riferimento alla attuale disciplina nazionale del bilancio ed alle relative norme tecniche rappresentate dai principi contabili.

Ai sensi delle attuali norme di bilancio, il valore di mercato può essere utilizzato come criterio valutativo per talune poste solo dalle banche e dagli altri istituti finanziari i quali, ai sensi dell’art. 20 del D.Lgs. n. 87/92 possono valutare al valore di mercato i titoli ed i valori mobiliari che rappresentano “operazioni fuori bilancio” che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie e che sono quotati in mercati organizzati. Le disposizioni emanate dalla Banca d’Italia, con riferimento ai bilanci di tali istituzioni, previste dall’art. 5 del D.Lgs. n. 87/92, essendo circoscritte alla disciplina delle forme tecniche e non dei criteri di valutazione, non prendono in considerazione le modalità di determinazione del valore di mercato dei titoli e delle operazioni “fuori bilancio”.

Il D.Lgs. n. 173/97 che disciplina i bilanci delle imprese di assicurazione non comprende il valore di mercato tra i criteri consentiti per la valorizzazione delle poste di bilancio. È prevista, invece, l’indicazione in nota integrativa del valore corrente degli investimenti di cui alla classe C (tra i quali sono compresi gli investimenti in strumenti finanziari), che deve essere determinato sulla base del valore di mercato (ma non vengono fornite indicazioni su cosa si intenda per valore di mercato), per i beni trattati in mercati regolamentati, e sulla base di una stima prudente del loro probabile valore di realizzo, per i beni non trattati in mercati regolamentati.

Il codice civile non comprende il valore di mercato tra i criteri di valutazione delle voci di bilancio previsti dall’art. 2426, a meno che esso non risulti inferiore al costo. Infatti, gli unici altri riferimenti ai valori di mercato presenti nelle disposizioni di legge sui bilanci attengono alla determinazione del “presumibile valore di realizzazione” quale valore massimo di iscrizione delle rimanenze, dei titoli e delle altre attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni. Come è noto, tali poste devono essere valorizzate in bilancio “*al costo di acquisto o di produzione, ovvero al valore di realizzazione desumibile dall’andamento del mercato, se minore*”.

Il Principio contabile nazionale 20 relativo ai titoli ed alle partecipazioni fornisce alcune indicazioni tecniche in merito alla determinazione del “presumibile valore di realizzazione” con riferimento ai titoli ed alle partecipazioni. Non vi sono invece riferimenti, non essendo disciplinate neppure dal codice civile, alle cosiddette “operazioni fuori bilancio” che comprendono gli strumenti finanziari derivati.

Si riprendono di seguito le indicazioni riportate dal paragrafo 7.2 del Principio contabile 20. *“Il valore di mercato, da confrontare con il costo, è costituito dal valore di quotazione per titoli quotati in mercati organizzati, ufficiali o meno, purché questi ultimi, per volumi trattati e per caratteristiche di affidabilità, possano effettivamente esprimere quotazioni sufficientemente attendibili. Qualora i volumi da valutare siano rilevanti, il valore di mercato potrebbe comunque non essere significativo¹¹.”*

Per i titoli non quotati il valore di mercato è costituito dalla quotazione di titoli simili per affinità di emittente, durata e cedola. In mancanza di titoli simili il valore di mercato è rappresentato dal valore nominale, rettificato per tener conto del rendimento espresso dal mercato con riferimento a titoli di pari durata e di pari affidabilità di emittente.

Nonostante le difficoltà pratiche per identificare un valore di mercato per titoli non quotati, in particolare per quelli rappresentativi di partecipazioni nel capitale di imprese o per quelli di difficile negoziazione, è necessario che i redattori di bilancio utilizzino tutte le informazioni

¹¹ Tale è il caso, ad esempio, di un’impresa proprietaria di elevate quantità di un unico tipo di titoli la quale, prevedendo di doverli vendere in tempi ravvicinati, deve tener conto del presumibile effetto di tale vendita sul valore di mercato; analogamente il caso del collocamento sul mercato di una partecipazione di maggioranza o in misura significativa.

disponibili, o reperibili per poter stimare il valore di realizzazione. La scarsa negoziabilità di un titolo è infatti indicativa di un valore di realizzazione potenzialmente basso e non può quindi giustificare il mantenimento acritico del valore di costo.

Il mercato, come sopra definito, esprime valori diversi nel corso del tempo. Occorre perciò stabilire il riferimento temporale espressivo di un «andamento» del mercato alla data di bilancio.

Si possono considerare in astratto due possibilità: una fissa, cioè la data di fine esercizio (o quella di quotazione più prossima); la media delle quotazioni del titolo relative a un determinato periodo, più o meno ampio.

Il dato puntuale di fine esercizio rappresenta la scelta che meno è influenzata da fattori soggettivi e corrisponde a quanto previsto dai principi contabili internazionali. Tuttavia la quotazione di una giornata può essere influenzata da fattori spesso esogeni, relativi a situazioni transitorie riferibili al singolo titolo o al mercato mobiliare nel suo complesso o addirittura, se i volumi trattati sono scarsi, può essere «influenzata» dagli operatori.

Per queste ragioni le quotazioni di fine anno non sono considerate rappresentative dell'«andamento del mercato», come previsto dal legislatore.

La media delle quotazioni passate, per un periodo sufficientemente ampio, quale l'ultimo mese, è giudicata meglio rappresentativa¹². Tuttavia, in un mercato fortemente caratterizzato da quotazioni in flessione, l'assunzione della media aritmetica dei valori registrati nell'ultimo mese non esprime l'andamento del mercato; occorre allora tenere conto di valori medi inferiori, come quello riferito all'ultima settimana.

Quando, tuttavia, il dato di mercato antecedente la chiusura dell'esercizio preso a riferimento è manifestamente incoerente con l'andamento relativo al periodo compreso fra la chiusura dell'esercizio e la data di formazione del bilancio, nel senso che il mercato evidenzia quotazioni in flessione, occorre tener conto anche di questo andamento nel formulare, nel rispetto sempre del principio della prudenza, un valore di realizzazione.

Se, invece, la flessione del mercato nel periodo successivo alla chiusura dell'esercizio è così consistente da essere ritenuta evento eccezionale, tale fatto è da considerare evento dell'esercizio successivo; di conseguenza non si deve tener conto di ciò nelle valutazioni di fine esercizio. Di essi si deve, comunque, dare notizia in nota integrativa.

Nel caso di titoli che dovrebbero essere ridotti al valore di mercato alla chiusura dell'esercizio, ma che vengono successivamente venduti ad un prezzo superiore, il valore di mercato è rappresentato dal prezzo di vendita. Ciò a condizione che la vendita ed il trasferimento della proprietà siano stati effettuati entro la data di preparazione del bilancio, che l'acquirente sia a tutti gli effetti un soggetto economico indipendente, che non vi siano pattuizioni aggiuntive che modificano i termini della vendita e, in particolare, che il cedente non si sia impegnato in contropartita ad acquisti futuri di altri beni a prezzi predeterminati.

Come per le rimanenze di merci, la svalutazione dei titoli al minor valore di realizzazione deve essere effettuata singolarmente, per ogni specie di titolo, e non per aggregati più o meno omogenei o addirittura per l'intero comparto.”

Appare, dunque, di tutta evidenza come le attuali disposizioni sia legislative, sia tecniche – essendo circoscritte ad alcune categorie di strumenti finanziari ed essendo una stretta conseguenza dell'identificazione del costo di acquisto o di produzione come primario criterio di valutazione –

¹² Si richiama l'attenzione sul fatto che il nostro legislatore richiede che il prezzo di costo sia confrontato con il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato. Che detto valore debba essere riferito alla data di chiusura dell'esercizio lo si desume facilmente dal fatto che esso si inserisce in un sistema di valori — bilancio — relativi appunto all'ultimo giorno dell'esercizio. Come si è già accennato, la quotazione di una giornata non può esprimere «l'andamento del mercato» richiesto dal codice civile. Le parole usate dal legislatore impongono l'assunzione di un valore che, pur dovendo riferirsi all'ultimo giorno dell'esercizio, possa ritenersi consolidato ovvero sufficientemente scevro da perturbazioni temporanee, e ciò in applicazione dei principi di competenza e prudenza. Le suesposte considerazioni fanno ritenere di norma sufficientemente rappresentativa la media dei prezzi dell'ultimo mese (e quindi non necessarie variazioni rispetto al criterio fiscale). La media dei prezzi dell'ultimo trimestre appare non sufficientemente ispirata al criterio di competenza, data l'ampiezza del periodo al termine del quale si colloca il giorno di chiusura dell'esercizio, e non logicamente guidata dal criterio di prudenza, potendo condurre ad un valore superiore o inferiore a seconda, rispettivamente, della tendenza di flessione o crescita della quotazione.

non forniscono supporti sufficienti ai fini dell'applicazione dell'art. 2427-*bis* del codice civile e come sia, quindi, necessario avvicinarsi alle indicazioni dei principi internazionali per definire che cosa si deve intendere per *fair value* e come esso deve essere determinato.

b. La definizione di *fair value*

I principi contabili internazionali definiscono il *fair value* come il valore di scambio tra due controparti indipendenti, informate e disponibili alla contrattazione in un'operazione fra terzi.

Un primo dato interessante di questa definizione è sicuramente costituito dall'assenza di un automatico riferimento al valore di mercato. Tale passaggio rompe l'identità tra *fair* e *market value* e ciò è foriero di rilevanti implicazioni: si riconosce esplicitamente la possibilità che si possa giungere alla determinazione di un valore realizzabile (*fair*) anche in assenza di quotazioni di mercato.

Infatti, nel caso di beni che generano flussi di cassa, come gli strumenti finanziari, il *fair value* corrisponde ai risultati prospettici attualizzati che il bene inserito nel contesto aziendale è in grado di generare; solo per i beni sprovvisti di tale capacità il *fair value* non può che corrispondere al valore realizzabile attraverso la vendita di quei beni e quindi al valore di mercato.

Altro aspetto rilevante nella citata definizione riguarda l'esigenza di neutralità e di trasparenza nello scambio confermata dal richiamo alla necessità che la transazione avvenga tra soggetti indipendenti, motivati ma non costretti a compiere lo scambio e dalla presenza dell'ulteriore condizione che le parti dispongano di sufficienti informazioni in merito alle condizioni e caratteristiche dell'oggetto della transazione, ai suoi impieghi effettivi e potenziali ed alla situazione del mercato alla data della valutazione.

c. La determinazione del *fair value*

Proprio come la Direttiva, che peraltro si è ispirata allo IAS 39, l'art. 2427-*bis* individua diverse modalità di determinazione del *fair value* a seconda dell'ambito di applicazione, distinguendo gli strumenti finanziari tra quelli "quotati in un mercato attivo" e quelli per i quali tale contesto non esista. Infatti, il comma 3 dell'art. 2427-*bis* prevede che "*il fair value è determinato con riferimento:*

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

Il successivo comma 4 prevede che il *fair value* non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile.

i. La presenza di un mercato attivo

Ai sensi dello IAS 39, si hanno mercati attivi ogni volta che siano prontamente pubblicate a disposizione degli operatori "quotazioni" che scaturiscano da correnti e regolari transazioni di mercato¹³. Ovviamente è possibile che più prezzi di mercato siano disponibili per il medesimo strumento finanziario (si pensi a strumenti quotati su più piazze finanziarie o, nell'ambito della medesima piazza, ai diversi prezzi fatti sul mercato all'ingrosso e su quello *retail*). In questo caso il

¹³ Lo IAS 39 fornisce la seguente definizione di strumento quotato su un mercato attivo: "*Uno strumento finanziario è considerato quotato in un mercato attivo se i prezzi sono prontamente e regolarmente disponibili in un listino, operatore, intermediario, settore industriale, agenzia di determinazione del prezzo, autorità di regolamentazione e tali prezzi rappresentano operazioni di mercato effettive che avvengono regolarmente in normali contrattazioni*".

prezzo da utilizzare per la definizione del *fair value* è quello relativo al mercato su cui l'impresa chiamata a redigere il bilancio abbia un accesso più immediato e condizioni più vantaggiose.

Va rilevato che la definizione di “mercato attivo” fornita dallo IAS 39 è differente e per alcuni aspetti più ampia delle definizioni di “mercato regolamentato” o di “sistema di scambio organizzato” già presenti nella normativa nazionale¹⁴.

Infatti ai sensi del D.Lgs. n. 58/98 e del conseguente Regolamento Consob n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successive modifiche, per “mercati regolamentati” si intendono i mercati iscritti nell'elenco previsto dall'art. 63, comma 2 del D.Lgs. n. 58/98 e nella sezione speciale dello stesso elenco, prevista dall'art. 67, comma 1 del medesimo decreto per i mercati regolamentati comunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'ordinamento comunitario. Si tratta di mercati gestiti da società di gestione autorizzate dalla Consob che operano secondo le disposizioni previste dal citato Regolamento e sotto la sorveglianza della Consob stessa. Per l'elenco dei mercati regolamentati italiani autorizzati dalla Consob e mercati regolamentati comunitari riconosciuti dalla Consob si rinvia alle apposite deliberazioni dell'Organo di vigilanza.

Per “sistemi di scambi organizzati di strumenti finanziari”, previsti dal D.Lgs. n. 58/98, si intende - ai sensi della Delibera della Consob n. 14035 del 17 aprile 2003 - un “insieme di regole e strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di fare incontrare dette proposte in modo da determinare la conclusione di contratti”. Gli organizzatori di questi sistemi devono comunicare alla Consob una serie di informazioni sull'attività di organizzazione dei sistemi e di mettere a disposizione del pubblico informazioni riguardanti la negoziazione in tali sistemi di strumenti finanziari. La Consob pubblica sul proprio Bollettino l'elenco dei sistemi di scambi organizzati e gli elementi informativi trasmessi dagli organizzatori.

In linea di massima gli strumenti finanziari negoziabili sui predetti mercati o sistemi di scambi rientrano nella definizione di strumenti negoziati su mercati attivi, cioè liquidi. Tuttavia possono esistere anche situazioni in cui gli strumenti finanziari, pur essendo quotati su uno di questi mercati, non risultano assolutamente liquidi a causa della rarità delle contrattazioni. In tali situazioni la quotazione rilevabile sul mercato non può essere considerata la miglior rappresentazione del *fair value* dello strumento finanziario.

Viceversa vi sono strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati di Paesi non aderenti all'Unione Europea e pertanto non ufficialmente riconosciuti dalla Consob o i cui prezzi vengono quotidianamente forniti da *provider* internazionali. Queste quotazioni e i prezzi forniti da *provider*, nella misura in cui essi sono il frutto di effettive e regolari negoziazioni e non di semplici offerte di acquisto o di vendita, possono essere considerati rappresentativi del *fair value* dello strumento finanziario.

In linea generale, un mercato può essere definito attivo se gli strumenti in esso negoziati risultano sufficientemente liquidi. Per valutare la liquidità di un mercato o di uno specifico strumento finanziario occorre considerare i seguenti fattori:

- l'ampiezza, cioè la presenza di numerosi operatori;
- lo spessore, cioè cadute di domanda e offerta in presenza di forti oscillazioni di prezzo;
- l'elasticità, cioè la velocità di reazione di domanda e offerta alle variazioni di prezzo;
- i costi di smobilizzo, rappresentati da commissioni, differenze denaro-lettera, ecc.

Dunque ai fini della determinazione del *fair value* degli strumenti finanziari attraverso un prezzi rilevabili su mercati attivi, l'impresa deve innanzitutto individuare per ogni singolo strumento quale mercato, sistema di scambio o *provider* finanziario considera come mercato attivo e periodicamente verificare la liquidità dello strumento finanziario attraverso il monitoraggio della continuità delle quotazioni, dei volumi scambiati e degli scostamenti di prezzi nelle diverse giornate (un prezzo eccessivamente volatile può essere un sintomo di scarsa liquidità dello

¹⁴ Il D.Lgs. 87/92 relativo ai bilanci delle banche e degli altri istituti finanziari prevede all'art. 20 che “I titoli che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie e che sono quotati in mercati organizzati sono valutati secondo uno dei seguenti criteri: a) al minore tra il costo di acquisto ed il valore di mercato; b) al valore di mercato”. La relazione al medesimo decreto ha precisato che con l'uso dell'espressione “mercati organizzati” si è inteso fare riferimento anche ai mercati la cui regolamentazione si basa su accordi di carattere privatistico.

strumento). Infine l'impresa deve stabilire quale prezzo fornito dal mercato viene utilizzato per la determinazione del *fair value*: per esempio il prezzo di chiusura o il prezzo di riferimento ovvero, per gli strumenti i cui prezzi vengono forniti da providers l'orario della giornata in cui viene fatta la rilevazione.

Le dinamiche e le condizioni di mercato portano ad una differenziazione più o meno ampia tra i prezzi "denaro" (*bid*) e quelli "lettera"¹⁵ (*ask*); si dovrà quindi far riferimento ai prezzi "bid" per le posizioni "lunghe" (cioè per le attività detenute o le passività da emettere) ed a quelli "ask" per le posizioni "corte" (cioè per le passività detenute o le attività da acquisire). Il motivo di tale indicazione è da ricercarsi nella volontà di riferirsi a prezzi il più prudenziali possibili.

In sostanza, le quotazioni di mercato sono fissate dagli operatori che determinano i "prezzi denaro" ed i "prezzi lettera", cioè rispettivamente il prezzo al quale sono disposti ad acquistare e a vendere i beni oggetto di quotazione. Pertanto, si richiede che il soggetto detentore (cessionario) valuti la posizione non in base al proprio prezzo "lettera (denaro)", cioè al prezzo al quale offre di vendere (comprare), ma al prezzo "denaro (lettera)" degli altri operatori, cioè al prezzo al quale altri dichiarano di voler acquistare (vendere). In questo modo, prudenzialmente non si tiene conto, nella valutazione, del differenziale che una delle parti della transazione è in grado di spuntare.

Qualora un'impresa detenga attività e passività con caratteristiche tali da portare a posizioni compensative per il rischio mercato, può correttamente utilizzare i prezzi medi di mercato per stabilire i *fair value* delle posizioni compensate. La verifica della cosiddetta "posizione aperta" deve essere effettuata con riferimento a medesimi fattori di rischio (posizioni che si compensano con riferimento al rischio di mercato, al rischio di cambio, ecc.)¹⁶.

In presenza di quotazioni di uno strumento finanziario su più mercati attivi, la scelta del mercato di riferimento deve avvenire utilizzando quello più vantaggioso a cui l'impresa ha accesso immediato.

Infine, sempre con riferimento a prezzi rilevabili su mercati attivi, il decreto disciplina anche alcune situazioni particolari.

Nel caso di strumenti finanziari composti, laddove non siano disponibili prezzi di mercato "complessivi" ma solo per le singole componenti, il *fair value* potrà essere determinato sulla base dei prezzi di mercato delle parti che lo compongono.

Inoltre, qualora non sia riscontrabile sul mercato attivo un prezzo riferito allo strumento da valutare, ma è possibile rilevare il prezzo di uno strumento analogo, cioè con caratteristiche tecniche, quali tipologia dello strumento, valuta, durata, scadenza, emittente, ecc. simili a quelle dello strumento da valutare, può essere utilizzato quest'ultimo prezzo.

ii. L'utilizzo di modelli e tecniche di valutazione

Per tutti gli strumenti finanziari per i quali non sia possibile individuare un mercato attivo, il *fair value* deve essere determinato facendo riferimento a tecniche di valutazione. Tra queste rientrano senza dubbio (i) il riferimento a recenti transazioni di mercato fra controparti terze; (ii) il riferimento al valore corrente di scambio di strumenti che possiedano analoghe caratteristiche; (iii) la valutazione mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi con il cd. *discounted cash flows (DCF)*; (iv) l'utilizzo di modelli valutativi quali i cd. *option pricing models*. Secondo la guida applicativa dello IAS 39, se per una determinata categoria di strumenti gli attori del mercato sono

¹⁵ Secondo le prassi dei mercati finanziari il prezzo "lettera" è quello a cui un soggetto detentore di uno strumento finanziario è disposto a cederlo; viceversa il prezzo "denaro" è quello al quale operatori di mercato sono disposti ad acquistare determinati strumenti finanziari.

¹⁶ L'applicazione del "bid-ask spread" (in contrapposizione al cosiddetto prezzo "mid") mira a evidenziare la penalizzazione derivante dalla liquidazione di una posizione aperta. L'impatto del "bid-ask spread" sulla valutazione di una posizione può non essere applicato se scarsamente o non rilevante. Ciò normalmente si verifica:

- quando è possibile, per taluni prodotti, concludere le negoziazioni a prezzi "mid", in particolare nei casi in cui si agisce come *market maker* sul mercato di riferimento (fattispecie frequente prevalentemente per le banche);
- per i mercati per i quali esistono prezzi ufficiali di riferimento che rappresentano la base di liquidazione delle posizioni stesse (per es. per il calcolo dei margini di garanzia nel caso di contratti futures);
- quando la *posizione residua* (ovvero, quella non pareggiata dal punto di vista del rischio mercato) rappresenta una minima parte dello strumento da valutare.

soliti seguire una particolare tecnica valutativa e questa ha dato prova di poter definire stime di valore attendibili, allora quella particolare tecnica dovrà essere comunemente adottata¹⁷.

L'acquisizione iniziale o l'emissione di uno strumento finanziario rappresenta un'operazione di mercato che fornisce una base per la stima del *fair value*. Nel caso di uno strumento rappresentato da una posizione di debito, ad esempio, la determinazione del *fair value* può avvenire mediante il confronto tra le condizioni (anche in termini di tasso di interesse) applicate al momento della sua accensione e le condizioni o i tassi correnti di mercato applicati su strumenti aventi caratteristiche similari (in termini di scadenza, modalità di flussi di cassa, valuta, rischio di credito e garanzie collaterali).

L'obiettivo principale cui il processo di valutazione deve conformarsi è quello di stabilire quale sarebbe stato il prezzo di una transazione avente ad oggetto lo strumento sottoposto a valutazione in uno scambio tra controparti terze e motivate da reali esigenze di affari. A tal fine lo standard internazionale richiede che le tecniche di valutazione facciano il più possibile leva su dati di "mercato" e, di contro, si affidino il meno possibile a *input* specifici della società: *"una tecnica di valutazione dovrebbe giungere ad una stima realistica del fair value se (a) riflette ragionevolmente come il mercato dovrebbe stabilire il prezzo dello strumento e (b) i fattori della tecnica di valutazione rappresentano ragionevolmente le aspettative di mercato e le valutazioni dei fattori di rischio-rendimento inerenti allo strumento finanziario."* È comunque necessario che i modelli utilizzati siano periodicamente analizzati e ricalibrati mediante l'osservazione dei dati di mercato disponibili. L'impresa deve adeguare le tecniche di valutazione e verificarne la validità utilizzando prezzi correnti osservabili nelle transazioni di mercato (nello stesso mercato in cui lo strumento è stato originato o acquistato) aventi ad oggetto lo stesso strumento o basati su qualsiasi dato di mercato osservabile e disponibile.

Una tecnica di valutazione deve incorporare tutti i fattori che i partecipanti al mercato considererebbero nello stabilire il prezzo e deve essere coerente con le metodologie economiche accettate per la determinazione del prezzo degli strumenti finanziari.

I più comuni fattori da prendere in considerazione nella determinazione del *fair value* di uno strumento finanziario sono i seguenti:

- a) Il valore finanziario del tempo (tasso di interesse base o tasso privo di rischio)
Il tasso di interesse base può derivare da osservazioni effettuate sui prezzi dei titoli di Stato. Questi tassi tipicamente variano in base al variare della curva dei tassi di interesse sviluppata su differenti orizzonti temporali. Per motivi pratici è possibile utilizzare un tasso generico accettato e riconosciuto dalla prassi di mercato, come per esempio il *Libor* o un tasso *swap*, come termine di paragone. In alcuni Paesi i titoli di Stato possono includere un rischio di credito significativo e possono non fornire un tasso di interesse di riferimento stabile per strumenti denominati nella valuta locale. Alcune imprese in questi Paesi possono avere una migliore affidabilità creditizia ed un tasso inferiore di finanziamento rispetto al Governo locale. In tali situazioni, i tassi di interesse di base possono essere determinati più adeguatamente facendo riferimento ai tassi relativi a titoli di società con miglior *rating* emessi nella valuta locale.
- b) Il rischio di credito
L'effetto sul *fair value* del rischio di insolvenza (ovvero, il premio aggiunto al tasso base per rischio di credito) può derivare da:
 - prezzi osservabili sul mercato derivanti da negoziazioni di strumenti finanziari che incorporano differenti qualità di credito;
 - tassi di interessi, presenti sul mercato, richiesti dagli operatori di mercato sui prestiti in base alle varie situazioni creditizie collegate a differenti *rating* di credito.

¹⁷ Lo IAS 39, AG 74, fa esplicito riferimento ai metodi finanziari basati sull'utilizzo del "Discounted cash flow" (DCF) ed ai modelli di prezzo delle opzioni, per la determinazione del valore corrente di scambio di uno strumento finanziario, sul presupposto che tali tecniche possiedano quelle caratteristiche di razionalità, neutralità ed astrattezza necessarie per addivenire ad una corretta approssimazione del valore economico delle componenti del capitale dell'impresa.

- c) I tassi di cambio di valuta estera
 Mercati attivi di valuta estera esistono per la maggior parte delle valute estere e i tassi di cambio sono pubblicati giornalmente sui quotidiani finanziari.
- d) I prezzi delle materie prime
 Esistono prezzi di mercato osservabili per molte materie prime.
- e) Il prezzo delle azioni
 I prezzi (e indici dei prezzi) degli strumenti di capitale negoziati sono prontamente osservabili sui mercati. Le tecniche di valutazione del valore attuale sono utilizzate per stimare il prezzo di mercato corrente degli strumenti di capitale per i quali non esistono prezzi osservabili sul mercato.
- f) La volatilità (ovvero, l'intensità delle future variazioni di prezzo dello strumento finanziario in seguito alle variazioni dei parametri sottostanti lo strumento o di altri strumenti finanziari)
 Le misurazioni della volatilità di elementi negoziati in mercati attivi possono essere normalmente valutate in maniera ragionevole sulla base di dati di mercato storici oppure utilizzando la volatilità implicite nei prezzi correnti di mercato.
- g) Il rischio di pagamento anticipato e rischio di riscatto
 Ipotesi di pagamento anticipato per attività finanziarie e ipotesi di riscatto per passività finanziarie possono essere stimate sulla base di dati storici.
- h) I costi di servicing per le attività e per le passività finanziarie
 I costi di *servicing* possono essere stimati utilizzando delle comparazioni con le commissioni correnti caricate da altri soggetti di mercato.

Nell'applicazione delle tecniche di attualizzazione dei flussi di cassa attesi (cd. "*discounted cash flows analysis*"), si potranno usare uno o più tassi di attualizzazione purché questi consentano di replicare il tasso di rendimento di strumenti finanziari aventi le stesse caratteristiche con riferimento a (i) rischio di credito dello strumento, (ii) termine di definizione di tassi d'interesse contrattualmente stabiliti, (iii) termine per il rimborso del capitale, (iv) valute nelle quali sono definiti i singoli flussi di pagamento.

Il comma 4 dell'art. 2427-bis prevede che il *fair value* non venga determinato se l'applicazione dei criteri previsti dal comma 3 (prezzi rilevati su un mercato attivo o determinati attraverso modelli valutativi) non dà risultati attendibili. Anche per queste situazioni è opportuno ricorrere alle indicazioni dello IAS 39.

Quest'ultimo in via generale presuppone che un'impresa sia sempre in grado di valutare uno strumento finanziario posseduto o emesso. Tuttavia lo stesso principio prevede una deroga con riferimento a strumenti rappresentativi di capitale ed a contratti derivati correlati a titoli azionari che non hanno un prezzo rilevabile su un mercato attivo per i quali esiste una gamma ampia di stime ragionevoli di *fair value* e l'impresa non è in grado di stabilire all'interno della gamma il valore più corretto.

L'art. 2427-bis non prevede la suddetta limitazione ai soli strumenti di capitale e pertanto la previsione del comma 4 vale per tutte le tipologie di strumenti finanziari per i quali l'art. 2427-bis richiede l'indicazione del *fair value*. Tuttavia le situazioni in cui l'impresa non è in grado di stabilire il *fair value* dello strumento devono risultare eccezionali e la mancata rilevazione dello stesso deve essere adeguatamente motivata.

d. Il *fair value* dei contratti derivati

Per la determinazione del *fair value* di un contratto derivato è prevalentemente necessario far riferimento a modelli valutativi poiché la maggior parte di essi sono rappresentati da contratti "over the counter", che non sono quotati su mercati attivi ed i cui prezzi non sono rilevabili da contributori internazionali.

Come già rilevato nel capitolo precedente, nella determinazione dei modelli valutativi si deve tenere conto di tutti i fattori di rischio che incidono sul contratto da valutare ed occorre, per quanto possibile, utilizzare parametri rilevabili sui mercati (tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc.). Se la durata dello strumento va oltre il periodo per il quale sono disponibili parametri

di mercato, questi ultimi devono essere proiettati per la durata non coperta. Nel caso in cui determinati parametri non siano rilevabili sui mercati, essi devono essere determinati dall'impresa.

Alcune considerazioni devono essere fatte con riferimento all'inclusione nella determinazione del *fair value* dei contratti derivati della correzione per tenere conto del rischio creditizio della controparte. Tale componente, che normalmente è già inclusa nelle valutazioni degli strumenti finanziari i cui prezzi sono rilevabili su mercati attivi, deve essere specificatamente determinata e inclusa nei modelli valutativi utilizzati per valorizzare gli strumenti non quotati. I tassi di interesse o di cambio rilevati sui mercati ed inclusi nel modello valutativo sono, infatti, rappresentativi di una situazione del mercato e non di situazioni specifiche legate a singole imprese.

La valutazione del rischio creditizio deve tenere conto di diversi fattori:

- il tipo di strumento derivato;
- la scadenza del contratto;
- la tipologia del “sottostante”;
- lo *standing* creditizio della controparte;
- la presenza di eventuali accordi di compensazione (*netting*);
- la presenza di eventuali garanzie collaterali.

Gli accordi di *netting* e la presenza di garanzie collaterali sono volti a mitigare la rischiosità creditizia del contratto derivato e pertanto la valorizzazione del rischio di controparte. Dunque di essi si deve tenere conto nel determinare l'importo soggetto a rischio creditizio.

Le garanzie collaterali consistono normalmente nella previsione che una delle due controparti o entrambe depositino, con riferimento a contratti che presentano un valore corrente negativo, denaro contante o un altro strumento finanziario in misura corrispondente alla perdita potenziale.

I sistemi di *netting* prevedono la possibilità di compensare le obbligazioni reciproche. L'accordo può assumere la forma della novazione, in base alla quale le singole obbligazioni esistenti fra due parti si considerano estinte e sostituite da una nuova avente valore pari alla somma algebrica dei valori originari, oppure prevedere un pagamento netto. Di questi accordi si può tenere conto nella valutazione del rischio creditizio solo nella misura in cui essi siano legalmente opponibili.

Un altro aspetto da considerare nella determinazione di tale tipologia di rischio attiene il fatto che di essa si deve tenere conto solo nella misura in cui l'impresa debba ricevere un determinato importo, cioè nella misura in cui il contratto derivato presenti un *fair value* (non inclusivo del rischio creditizio) positivo.

Il dover tenere conto di questi aspetti rende necessario procedere alla determinazione del *fair value* in due fasi: dapprima il calcolo del valore di mercato depurato della componente creditizia e, successivamente effettuare una correzione del valore per tenere conto del rischio di solvibilità per i contratti che presentano un *fair value* positivo e per i quali il rischio creditizio non è annullato da accordi di compensazione con riferimento a posizioni debitorie (contratti derivati con valore negativo) nei confronti della medesima controparte e legalmente opponibili o da garanzie collaterali.

I cosiddetti *spread* creditizi possono essere rilevati sui mercati o devono essere determinati internamente dall'impresa.

Il metodo di valutazione definito per ogni tipologia di contratto derivato deve essere seguito con continuità nel tempo e non può essere modificato se non a seguito di variazioni rilevanti nelle condizioni oggettive del mercato.

Nell'Appendice A sono riportate alcune esemplificazioni illustrative delle tecniche di valutazione di alcuni strumenti derivati.

e. Il *fair value* delle partecipazioni

Anche per la determinazione del *fair value* di strumenti finanziari rappresentativi di capitale occorre innanzitutto verificare la presenza di un mercato attivo. In tale circostanza la quotazione di mercato rappresentata dal prezzo di offerta (prezzo “bid”) costituisce, in linea generale, la miglior rappresentazione del *fair value* del titolo azionario.

In assenza di un mercato attivo, il *fair value* di uno strumento di capitale deve essere determinato attraverso tecniche di valutazione.

Come già rilevato nel caso di determinazione del *fair value* di uno strumento di capitale basato su tecniche di valutazione, il valore risulta attendibilmente determinato se:

- a) la variabilità tra le diverse stime di *fair value*, ottenute dall'applicazione delle tecniche di valutazione, non è significativa;
- b) la distribuzione di probabilità, associabile alle diverse stime ottenute, è ragionevolmente determinabile nella determinazione del *fair value*.

Per quanto concerne i metodi di valutazione utilizzati per la determinazione del *fair value*, è possibile indicare una “gerarchia” dei metodi stabilendo il seguente ordine di applicabilità:

- a) quotazioni su mercati attivi;
- b) transazioni dirette sulla partecipata oggetto di valutazione;
- c) metodi di mercato (diversi dai precedenti);
- d) altri metodi.

Nei primi tre casi, il valore di riferimento potrà essere direttamente rilevato dal mercato, nell'ultimo caso occorrerà fare ricorso a valutazioni tecniche che devono includere, ove possibile, elementi di mercato.

Il metodo di valutazione definito per ogni strumento deve essere seguito con continuità nel tempo e non può essere modificato se non a seguito di variazioni rilevanti nelle condizioni oggettive del mercato o soggettive della società partecipata.

Nell'Appendice B vengono brevemente illustrati i criteri da seguire per la scelta del metodo di valutazione più appropriato per la determinazione del *fair value* degli investimenti partecipativi.

f. Il *fair value* dei titoli

Per la determinazione del *fair value* dei titoli classificati tra le immobilizzazioni finanziarie è necessario applicare i passaggi descritti nel punto c. del presente capitolo. Innanzitutto occorre verificare se per i titoli oggetto di valutazione esiste un mercato attivo di riferimento; se esiste il prezzo rilevabile sul mercato è la miglior rappresentazione del *fair value*. In assenza di tale valore è necessario verificare la presenza di transazioni di mercato su titoli simili a quelli oggetto di valutazione oppure ricorrere alla definizione di modelli valutativi interni che tengano conto di tutti i fattori di rischio impliciti nello strumento da valutare.

g. Il *fair value* dei crediti

Le indicazioni operative riportate nel punto d. del presente capitolo con riferimento alla determinazione del *fair value* dei contratti derivati sono applicabili anche ai fini della determinazione del *fair value* dei crediti classificati tra le immobilizzazioni finanziarie. Infatti anche per i crediti non esistono di fatto prezzi rilevabili su mercati attivi e liquidi. Pertanto occorre fare uso di modelli valutativi, tra i quali il cosiddetto “*Discounted cash flow*” (DCF), cioè il calcolo del valore attuale dei flussi di cassa futuri, è certamente il più comune.

h. Riflessi operativi

Le nuove disposizioni civilistiche richiedono, dunque, la determinazione del valore di mercato di alcuni strumenti finanziari a prescindere dal fatto che per essi sia possibile rilevare su un mercato una quotazione rappresentativa del *fair value*. Come si evince dalle indicazioni riportate nel presente capitolo, la determinazione del valore di mercato di uno strumento finanziario attraverso modelli o tecniche valutative richiede competenze altamente specialistiche e procedure informatiche per gestire i calcoli. Le imprese pertanto devono tempestivamente verificare, in funzione del grado di utilizzo degli strumenti finanziari, l'opportunità di dotarsi di competenze e strumenti interni o in quale misura ricorrere al supporto di consulenti esterni per la fornitura dei valori di mercato.

Nel primo caso è necessario identificare la struttura aziendale deputata a svolgere il processo valutativo, verificare il grado di competenze ed eventualmente attivare dei processi formativi. Inoltre, occorre implementare l'ambiente informatico, attraverso l'acquisto di programmi *software* sul mercato o sviluppati internamente, sia per il censimento di tutte le caratteristiche e gli attributi informativi di ogni singolo strumento necessari per l'alimentazione del modello valutativo prescelto, sia per l'effettuazione dei calcoli.

Nel secondo caso è necessario identificare specialisti esterni in grado di fornire i valori di mercato che devono essere rilevati nella nota integrativa e con essi definire modalità e tempistica per la prestazione del servizio.

6. LE INFORMAZIONI DELLA NOTA INTEGRATIVA EX ART. 2427-BIS C.C.

a. Le informazioni relative al *fair value* degli strumenti finanziari derivati

L'art. 2427-bis, comma 1, punto 1) stabilisce che nella nota integrativa siano indicati per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati, il *fair value* e le informazioni sulla loro entità e sulla loro natura.

Il legislatore, tuttavia, non ha voluto ancorare il tenore delle informazioni da fornire ad una struttura già definita anche perché esse, a seconda delle circostanze, saranno sia di carattere qualitativo e sia quantitativo. A tale riguardo, lo IAS 32 (ed anche l'IFRS 7 che come già segnalato in parte lo sostituisce), prevede di non appesantire l'informativa di bilancio con dettagli eccessivi anche se i redattori del bilancio stesso debbono prestare attenzione al fine di non omettere informazioni rilevanti a causa di aggregazioni eccessive. Così, ad esempio, quando un'entità è parte di un gran numero di strumenti finanziari con caratteristiche similari, e nessun contratto è singolarmente rilevante, secondo tale principio è corretto raggruppare gli strumenti per classe anche se, quando lo strumento rappresenta un elemento rilevante nella struttura finanziaria di un'entità le informazioni su un singolo strumento potrebbero risultare rilevanti.

Sulla scorta dello IAS 32 e dell'IFRS 7 appare logico ritenere, come già in precedenza evidenziato, che le informazioni integrative comprendano un insieme di descrizioni qualitative e quantitative, tenuto conto della natura degli strumenti e della loro importanza relativa. In altre parole, il tenore dell'informativa da fornire in relazione alle varie categorie di strumenti finanziari in portafoglio dovrà essere modulato avuto riguardo all'importanza relativa di tali strumenti rispetto al complesso delle posizioni detenute dall'impresa. Le informazioni qualitative devono essere modulate anche in funzione di quanto esposto nella relazione sulla gestione ai sensi dell'art. 2428 oggetto di analisi nel successivo capitolo 7.

Da un punto di vista pratico gli strumenti finanziari derivati si possono distinguere in due macrocategorie: i derivati utilizzati con finalità di copertura ed i derivati utilizzati con finalità speculative. Per l'individuazione delle operazioni di copertura, per ora in attesa del completo recepimento sia della Direttiva 2001/65/CE, sia della Direttiva 2003/51/CE, è opportuno – in assenza di una specifica normativa civilistica - fare riferimento al D.Lgs. n. 87/92 ed alle relative istruzioni della Banca d'Italia che disciplinano i bilanci delle imprese bancarie e finanziarie. Tali disposizioni definiscono come operazioni di copertura quelle poste in essere con lo scopo di proteggere dal rischio di avverse variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato il valore di singole o insiemi di attività o passività di bilancio o “fuori bilancio”. Un'operazione “fuori bilancio” è considerata di copertura quando:

- a) vi è l'intento dell'impresa di porre in essere la copertura;
- b) vi è elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, ecc) delle attività/passività coperte e quelle del contratto di copertura;
- c) le condizioni di cui alle precedenti lettere a) e b) risultano documentate da evidenze interne dell'impresa.

Come già è stato rilevato nel capitolo 2, lo IAS 39 disciplina in modo dettagliato le caratteristiche che devono presentare i contratti derivati per poter essere qualificati di copertura. Nell'Appendice C sono sinteticamente riportati i criteri identificativi delle relazioni di copertura previsti dallo IAS 39 e che costituiscono anch'essi un utile riferimento ai fini della classificazione dei contratti derivati.

Le modalità di classificazione e di identificazione delle diverse categorie di strumenti a fronte delle quali fornire l'informativa richiesta dal codice civile dovrà realizzarsi per passi successivi; spetterà quindi alla direzione aziendale raggruppare gli strumenti finanziari per classi pertinenti alla natura delle informazioni fornite, tenendo in considerazione aspetti quali le caratteristiche degli strumenti e le finalità del loro utilizzo.

Nei seguenti prospetti è riportata un'esemplificazione in forma tabellare delle informazioni richieste dall'art. 2427-bis c.c. Le tabelle prevedono la suddivisione delle diverse tipologie di contratti derivati, l'indicazione della categoria di rischio sottostante e richiedono una separazione

dei contratti stipulati nell'ambito dell'attività di *trading* da quelli gestiti con finalità di copertura di rischi finanziari. Con riferimento a questi ultimi, poiché presumibilmente contrapposte alle plus e minusvalenze riportate nella tabella relative ai contratti derivati, le correlate poste coperte presentano minus e plusvalenze anch'esse non rilevate, sarebbe opportuno riportare in calce alla tabella anche questi ultimi valori per una maggior completezza dell'informativa.

Con riferimento ai contratti derivati di copertura, nella nota integrativa si devono fornire informazioni sulle attività/passività oggetto di copertura e sulla verifica dell'efficacia delle coperture stesse¹⁸.

Le tabelle sono compilate, con riferimento alle tipologie contrattuali presenti nel bilancio, se l'impresa ha stipulato molteplici contratti derivati con finalità di *trading* e/o di copertura e sono coerenti con le informazioni di tipo qualitativo sulla gestione dei rischi finanziari che vengono fornite nella relazione sulla gestione ai sensi dell'art. 2428, comma 2, n. 6-bis.

Qualora, invece, il numero dei contratti derivati in essere a fine anno fosse contenuto, le tabelle possono essere sostituite con un'informativa per ogni contratto con l'indicazione di:

- tipologia del contratto derivato;
- finalità (*trading* o copertura);
- valore nozionale;
- rischio finanziario sottostante (rischio di tasso di interesse, di cambio, creditizio, ecc.);
- *fair value* del contratto derivato;
- attività o passività coperta (per i contratti derivati di copertura);
- *fair value* dell'attività o passività coperta se disponibile (per i contratti derivati di copertura).

¹⁸ Per quanto riguarda le verifiche di efficacia, si faccia riferimento all'appendice C.

Contratti derivati di negoziazione

Sottostanti Tipologia operazioni	Tassi di interesse e titoli di debito			Titoli di capitale e indici azionari			Tassi di cambio			Crediti			Altri valori		
	Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value	
		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.
A) Derivati quotati															
<i>Derivati finanziari:</i>															
- future acquisti vendite															
- opzioni acquisti vendite															
Totale A															
B) Derivati non quotati															
<i>Derivati finanziari:</i>															
-contratti a termine acquisti vendite															
- fra acquisti vendite															
- swap acquisti vendite															
- opzioni acquisti vendite															
- altri acquisti vendite															
<i>Derivati creditizi:</i>															
- tror acquisti vendite															
- cds acquisti vendite															
- altri acquisti vendite															
Totale B															
Totale (A + B)															

Contratti derivati di copertura

Sottostanti Tipologia operazioni	Tassi di interesse e titoli di debito			Titoli di capitale e indici azionari			Tassi di cambio			Crediti			Altri valori		
	Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value		Valore nozionale	Fair value	
		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.		Pos.	Neg.
A) Derivati quotati															
<i>Derivati finanziari:</i>															
- future acquisti vendite															
- opzioni acquisti vendite															
Totale A															
B) Derivati non quotati															
<i>Derivati finanziari:</i>															
-contratti a termine acquisti vendite															
- fra acquisti vendite															
- swap acquisti vendite															
- opzioni acquisti vendite															
- altri acquisti vendite															
<i>Derivati creditizi:</i>															
- tror acquisti vendite															
- cds acquisti vendite															
- altri acquisti vendite															
Totale B															
Totale (A + B)															

Note per la compilazione delle tabelle

Il valore da attribuire alle operazioni nella colonna valore nozionale è il seguente:

- a. ai contratti derivati che comportino o possano comportare lo scambio a termine di capitali, il prezzo di regolamento dei contratti stessi¹⁹;
- b. ai contratti derivati che non comportino lo scambio a termine di capitali (quali, ad esempio, i contratti su tassi di interesse e su indici), il valore nominale del capitale di riferimento.

I contratti che prevedono lo scambio di due valute (o del differenziale di cambio tra due valute) devono essere indicati una sola volta, facendo convenzionalmente riferimento alla valuta da acquistare.

I contratti derivati su tassi di interesse sono classificati convenzionalmente come “acquisti” o come “vendite” a seconda che comportino per l’impresa l’acquisto o la vendita del tasso fisso²⁰.

I “basis swaps”²¹ devono formare oggetto di rilevazione sia tra gli acquisti sia tra le vendite. Se il volume delle operazioni di “basis swap” è rilevante, occorre indicarne l’importo anche in calce alla tavola, precisando che esso è stato incluso tanto negli acquisti quanto nelle vendite.

b. Le informazioni relative alle immobilizzazioni finanziarie iscritte ad un valore superiore al fair value

Come già evidenziato nel precedente paragrafo 3.d, a fronte di immobilizzazioni finanziarie iscritte in bilancio per un valore superiore al loro *fair value*, per effetto di quanto stabilito dall’art. 2427-*bis* al primo comma punto 2), la nota integrativa deve evidenziare il valore contabile ed il *fair value* delle singole attività, eventualmente raggruppate, oltre alle ragioni per le quali non si è ritenuto di doverne ridurre il valore contabile.

Risultano escluse dalle disposizioni in argomento, le partecipazioni detenute in società controllate e collegate, così identificate in applicazione dell’art. 2359 del codice civile nonché le partecipazioni in joint venture. Pertanto le nuove disposizioni devono essere applicate alle residue categorie di immobilizzazioni previste dalla voce B III dello schema di stato patrimoniale di cui all’art. 2424 di seguito riportate: partecipazioni in imprese controllanti od altre imprese, i crediti verso imprese controllate collegate e controllanti, i crediti verso altri, gli altri titoli e le azioni proprie.

Con riferimento alle partecipazioni (in imprese controllanti o in altre imprese), è da notare come queste possano essere rappresentate sia da azioni che da quote di partecipazione in società non azionarie o in altri enti. Per ciò che attiene alle altre imprese, l’art. 2424-*bis*, comma 2 del codice civile detta una presunzione secondo cui esse sono da considerarsi immobilizzazioni se l’interessenza detenuta è superiore al 10% del capitale sociale per le società quotate o al 20% per le altre società²². Tale presunzione non è assoluta ed ammette quindi comportamenti diversi da parte degli operatori purché questi siano coerenti con l’effettiva destinazione dell’investimento.

I crediti immobilizzati sono quelli che rispondono al criterio dell’utilizzo durevole sancito dal 2424-*bis*, comma 1. Essi potranno quindi essere sia di natura commerciale, sia finanziaria e la loro scadenza potrà essere sia superiore che inferiore al termine dei 12 mesi convenzionalmente utilizzato per distinguere tra il breve e medio/lungo termine. Normalmente nella voce in discorso

¹⁹ Per i contratti derivati trattati in mercati organizzati che prevedano la liquidazione giornaliera dei margini di variazione, il valore da attribuire è pari convenzionalmente al valore nominale del capitale di riferimento.

²⁰ In conformità di tale criterio, nel caso di negoziazione di un “forward rate agreement”, è acquirente la parte che alla data di liquidazione del contratto riceverà il differenziale quando il tasso fisso è superiore al tasso corrente, mentre pagherà quando il tasso fisso è inferiore al tasso corrente. Viceversa, si qualifica come venditrice la parte che alla data di regolamento del contratto riceverà il differenziale quando il tasso fisso è inferiore al tasso corrente, mentre pagherà quando il tasso fisso è superiore al tasso corrente.

²¹ I “basis swaps”, cioè gli “swaps” che prevedono lo scambio di due tassi di interesse indicizzati, corrispondono alla combinazione di due “interest rate swaps” di segno opposto (l’uno di acquisto, l’altro di vendita) aventi le medesime caratteristiche contrattuali (ivi incluso il livello del tasso fisso), ma differenti tassi indicizzati e cioè:

- per l’ “I.R.S” acquistato, il tasso cui si fa riferimento per determinare il flusso monetario da pagare;
- per l’ “I.R.S” venduto, il tasso cui si fa riferimento per determinare il flusso monetario da ricevere.

²² Le percentuali indicate sono quelle previste dall’art 2359 comma 3 per la definizione di una società collegata richiamato dall’art. 2424-*bis*.

saranno ricompresi i finanziamenti erogati dall'impresa allorquando nella struttura aziendale sia individuabile una specifica funzione in tal senso. Per ciò che attiene ai crediti verso le controllanti si tratta di stabilire se essi debbano riferirsi solo al/ai soggetto/i che esercitano il controllo al primo livello, ovvero se debbano essere considerati i soggetti che esercitano il controllo in via indiretta. Anche per omogeneità con la definizione di controllo di cui all'art. 2359 del codice civile si ritiene che la seconda ipotesi sia quella più corretta.

Con riferimento all'ultima categoria, le azioni proprie, si rende necessaria una considerazione. I principi contabili internazionali prevedono che le azioni proprie vadano contabilizzate direttamente in riduzione del patrimonio netto in quanto assimilabili ad una riduzione del capitale sociale, o meglio, non assimilate ad investimenti veri e propri. Le direttive contabili prevedono, invece, la possibilità di inserire tale voce nell'attivo dello stato patrimoniale, e tale impostazione è stata recepita dal legislatore italiano; secondo la nostra normativa, quindi, le azioni proprie possono essere iscritte sia nell'attivo circolante sia nell'attivo immobilizzato dello stato patrimoniale della società a seconda della natura dell'investimento che esse rappresentano. Con tale premessa le azioni proprie iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie sono rientrate nell'ambito dell'applicazione dell'art. 2427-bis, 1 comma, punto 2.

Nel caso in cui il *fair value* risultasse inferiore al valore di libro, in relazione a ciascuna delle tipologie anzi descritte, la nota integrativa dovrà includere l'indicazione di entrambi i valori. Tenendo quindi a riferimento il costo quale criterio di iscrizione in bilancio e ferme restando le eventuali rettifiche di valore a questo apportate nel tempo, qualora il valore contabile dovesse eccedere il valore corrente è necessario indicare nella nota integrativa "i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato".

Come già accennato nel precedente paragrafo 3.d, se il valore di mercato inferiore al valore di libro rappresenta una perdita durevole di valore, la minusvalenza deve essere rilevata in bilancio così come previsto dal principio contabile n. 20, paragrafo 3.6 a cui si fa rinvio per una più ampia disamina del concetto di perdita durevole.

Si rammenta che le citate informazioni sulle immobilizzazioni finanziarie devono essere fornite anche dalle società che redigono il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis c.c.

Si riporta di seguito un esempio in forma tabellare delle informazioni richieste per le immobilizzazioni finanziarie dall'art. 2427-bis.

Informazioni	<i>Valore contabile</i>	<i>Fair value</i>	<i>Note di commento (*)</i>
Immobilizzazioni Finanziarie			
Partecipazioni in imprese controllanti			
Partecipazioni in altre imprese - Partecipazione A - Partecipazione B -			
Crediti verso imprese controllate - Controparte A - Controparte B -			
Crediti verso imprese collegate - Controparte A - Controparte B -			
Crediti verso imprese controllanti			
Crediti verso altri - Controparte A - Controparte B -			
Altri titoli -			
Azioni proprie			

(*) Devono essere indicate le motivazioni per le quali il valore contabile non è stato ridotto nonché i motivi a supporto della recuperabilità del valore stesso.

7. LE INFORMAZIONI DELLA RELAZIONE SULLA GESTIONE EX ART. 2428, COMMA 2, NUMERO 6-BIS C.C.

A seguito del recepimento della Direttiva 2001/65/CE, l'art. 2428 c.c., che disciplina il contenuto della relazione sull'andamento della gestione, è stato arricchito di una nuova disposizione sull'informativa relativa alla gestione delle politiche e del rischio finanziario.

Più in particolare la norma in questione prescrive, al punto 6-*bis* dell'art. 2428, comma 2 che gli Amministratori, nella relazione sulla gestione di corredo al bilancio, debbano illustrare, in relazione all'uso di strumenti finanziari e/o ai fini della valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria quanto segue:

- a) gli obiettivi e le politiche dell'entità in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
- b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità, e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

Le suddette informazioni non sono richieste per le imprese che ai sensi dell'art. 2435-*bis* redigono il bilancio in forma abbreviata e che nel rispetto del comma 6 del suddetto articolo sono esonerate dalla redazione della relazione sulla gestione.

Ai fini dell'applicazione delle suddette disposizioni, anche in conformità all'ultimo comma dell'art. 2427-*bis* del codice civile si ritiene opportuno, ancora una volta, fare riferimento allo IAS 32 e all'IFRS 7 sia per il significato dei termini utilizzati dal legislatore che per il contenuto informativo che la norma in questione richiede.

a. I rischi finanziari

Lo IAS 32 e l'IFRS 7, nell'ambito delle diverse tipologie di rischi identificano le seguenti fattispecie, che risultano del tutto aderenti alle previsioni codicistiche:

- rischio di mercato che rappresenta “il rischio che il valore di uno strumento finanziario fluttui in seguito a variazioni dei prezzi di mercato, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio, sia che le variazioni derivino da fattori specifici del singolo strumento o del suo emittente, sia da fattori che influenzino tutti gli strumenti trattati sul mercato”;
- rischio di credito che rappresenta “il rischio che una delle parti di uno strumento finanziario non adempia ad una obbligazione e causi una perdita finanziaria all'altra parte”;
- rischio di liquidità (o rischio di finanziamento) che rappresenta “il rischio che una entità abbia difficoltà nel reperire fondi per far fronte agli impegni derivanti dagli strumenti finanziari. Tale rischio può derivare da una incapacità di vendere un'attività finanziaria rapidamente a un valore prossimo al suo *fair value*”;
- rischio di variazione dei flussi finanziari che rappresenta “il rischio che i flussi finanziari futuri di uno strumento finanziario fluttuino in seguito a variazioni dei tassi di interesse sul mercato. Nel caso di uno strumento di debito a tasso variabile, per esempio, tali fluttuazioni comportano una variazione del tasso di interesse effettivo dello strumento finanziario, di solito senza una variazione corrispondente del suo *fair value*”.

b. Le politiche di gestione dei rischi finanziari e l'utilizzo degli strumenti finanziari

Come già indicato l'art. 2428, comma 2, al punto 6-*bis* dispone, che gli Amministratori illustrino nella loro relazione l'eventuale utilizzo di strumenti finanziari, così come identificati nei precedenti paragrafi, se essi sono rilevanti ai fini della valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria.

Occorre pertanto identificare quelle situazioni ritenute rilevanti per gli utilizzatori dei bilanci, tenuto conto di un parametro di riferimento rappresentato dalla “valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria”. Un approccio basato, al contrario, su valutazioni esclusivamente quantitative, mediante la rigida applicazione di parametri o di formule matematiche, appare riduttivo e insoddisfacente, avuto riguardo alle finalità informative che sono alla base della nuova disposizione.

Gli Amministratori dovranno quindi effettuare un prudente apprezzamento, immedesimandosi nelle aspettative degli utilizzatori del bilancio stesso, per stabilire, di volta in volta e nelle singole concrete fattispecie, quando l’operatività in strumenti finanziari sia rilevante, sia sotto il profilo quantitativo e sia sotto quello qualitativo. Sulla base di tale percorso sarà definito in maniera efficace ed efficiente il grado di approfondimento dell’informativa da fornire, in relazione alle diverse tipologie di strumenti finanziari utilizzati, ai rischi che si è inteso coprire nonché ai volumi delle transazioni poste in essere.

Nei casi in cui la norma sia applicabile si ritiene, che le informazioni richieste nella relazione sulla gestione, possano suddividersi in due classi:

- informazioni qualitative (quelle di cui all’art. 2428, 6-bis, sub a), volte a descrivere gli obiettivi della direzione aziendale, le politiche e i criteri utilizzati per fronteggiare i rischi;
- informazioni quantitative (quelle di cui all’art. 2428, 6-bis, sub b), volte a fornire indicazioni circa la dimensione (ampiezza) dell’esposizione ai rischi da parte dell’impresa.

La suddivisione indicata, peraltro piuttosto aderente ai principi contabili internazionali, permette di fornire nella relazione sulla gestione una descrizione delle seguenti fattispecie:

- a) le politiche dell’impresa e i criteri utilizzati per misurare, monitorare e controllare i rischi finanziari;
- b) l’esposizione al rischio finanziario da parte dell’impresa e le attività che lo hanno generato.

L’informativa relativa alle scelte e alle politiche di cui al precedente punto a) comprende:

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

Per quanto riguarda il precedente punto b), di seguito si elencano le informazioni che sono prodotte con riferimento ai diversi fattori di rischio. Come già rilevato, l’ampiezza delle informazioni dipende dalla rilevanza per l’impresa dei rischi finanziari.

In relazione al rischio di credito, relativo a ciascuna classe di strumenti finanziari si forniscono:

- informazioni relative alla qualità creditizia delle attività finanziarie;
- l’ammontare delle attività finanziarie ritenute di dubbia recuperabilità;
- l’ammontare che, alla data di riferimento del bilancio, rappresenta adeguatamente la massima esposizione, senza prendere in considerazione le eventuali garanzie collaterali o altri elementi che migliorano la qualità del credito;
- laddove ritenuto opportuno occorre fornire una descrizione delle garanzie collaterali ottenute (ad esempio pegni, ipoteche, fidejussioni, etc.) e degli altri strumenti di sostanziale garanzia ottenuti (come ad esempio: canalizzazione di pagamenti da parte del debitore).

In relazione al rischio di liquidità, si presentano le analisi sulle scadenze relative alle attività e passività finanziarie classificate in un appropriato numero di fasce temporali di scadenze. Gli importi indicati nell’analisi delle scadenze sono rappresentati dai flussi finanziari non scontati contrattualmente dovuti come ad esempio:

- l'ammontare lordo di tutte le rate future da pagare connesse ad un contratto di leasing finanziario;
- i prezzi stabiliti da *forward agreements* (contratti a termine) per acquistare attività finanziarie, che saranno regolati consegnando denaro in cambio delle attività acquistate;
- gli importi netti legati agli *interest rate swap*, per i quali sono scambiati i flussi di cassa netti.

È, inoltre, opportuna la descrizione delle politiche e delle scelte sulla base delle quali l'impresa prevede di fronteggiare i rischi di liquidità. I principali elementi da tenere in considerazione potranno, ad esempio, essere i seguenti:

- le previsioni circa la possibile estinzione in una data successiva a quella contrattualmente prevista;
- il possesso di attività finanziarie per le quali esiste un mercato liquido e che sono prontamente vendibili per soddisfare le necessità di liquidità;
- l'esistenza di strumenti di indebitamento (ad esempio *commercial paper*) o altre linee di credito (ad esempio crediti in *stand-by*) per far fronte alle esigenze di liquidità;
- il possesso di attività finanziarie per le quali non esiste un mercato liquido ma dalle quali sono attesi flussi finanziari (capitale o interesse) che saranno disponibili per soddisfare le necessità di liquidità;
- il possesso di depositi presso istituti di credito per soddisfare le necessità di liquidità;
- l'esistenza di differenti fonti di finanziamento;
- l'esistenza di significative concentrazioni di rischio di liquidità sia dal lato delle attività finanziarie che da quello delle fonti di finanziamento.

Se l'impresa fronteggia il rischio di liquidità in base alle date di scadenza attese (ossia cercando di abbinare per scadenze temporali entrate ed uscite finanziarie) occorre illustrare per ciascuna scadenza attesa sia le passività finanziarie e sia le attività finanziarie interessate. Nell'ambito di tali analisi occorre chiarire se le date attese sono basate su stime fatte dalla direzione aziendale, illustrare come sono state determinate, ed indicare le principali ragioni delle differenze tra le scadenze contrattuali e le scadenze attese.

In relazione al rischio di mercato, l'impresa fornisce le informazioni rilevanti in coerenza con i dati prodotti internamente ai fini della gestione del rischio. Qualora il rischio sia significativo è opportuno illustrare un'analisi di sensitività alla data di bilancio, mostrando in tal modo gli effetti di possibili variazioni sul conto economico in relazione alle variabili rilevanti di rischio, per ciascuna delle seguenti componenti:

- il rischio di tasso. L'analisi di sensitività indica separatamente l'effetto di una variazione nei tassi di interesse su interessi attivi e passivi nonché sulle altre componenti di reddito (ad esempio utile o perdite derivanti dalla negoziazione);
- il rischio sui tassi di cambio (o rischio valutario). Un'analisi di sensitività, sugli strumenti finanziari denominati in valuta estera, può essere fornita per le principali valute alle quali l'impresa è esposta;
- il rischio di prezzo. Con riferimento a tale rischio, relativo ad esempio alle fluttuazioni dei prezzi di beni all'ingrosso, dei prezzi degli strumenti rappresentativi di capitale o degli strumenti finanziari, l'analisi di sensitività può essere modulata mostrando gli effetti di una diminuzione in uno specifico indice di Borsa, nei prezzi all'ingrosso dei beni, ecc.

Come già sopra accennato, le suddette analisi di sensitività sono eseguite laddove le componenti del rischio di mercato risultino significative rispetto al portafoglio rischi dell'impresa. Appare evidente che operazioni commerciali sui mercati internazionali, in particolare con paesi emergenti la cui valuta spesso risulta instabile, espongono l'impresa ad un rischio di cambio, verosimilmente accentuato dall'assenza di operazioni di copertura. In tali casi l'analisi di sensitività fornisce un'efficace informativa sulle componenti economiche soggette proprio a tale rischio.

In relazione al rischio di variazione dei flussi finanziari occorre evidenziare gli effetti sui flussi cedolari dello strumento finanziario derivanti dalla variazione dei tassi di interesse. In una prima fase l'utilizzo di parametri, quali ad esempio la “*duration*”²³, permettono di fornire indicazioni sulla sensibilità dei flussi finanziari rispetto le variazioni attese dei tassi di mercato. Successivamente, tenuto conto della “*duration*”, l'analisi si concentra sulla determinazione degli effetti sui flussi finanziari, in relazione a variazioni sui tassi di interesse attesi; tale analisi è modulata tenendo conto di specifici scenari. Qualora l'impresa fronteggi il rischio di variazione dei flussi finanziari attraverso operazioni di copertura, l'informativa da fornire nella relazione sulla gestione è basata sugli elementi di efficacia dello strumento di copertura, rinviando invece alla nota integrativa per le informazioni di maggior dettaglio sullo strumento derivato.

c. Le politiche connesse alle diverse attività di copertura

In relazione alle politiche connesse alle diverse attività di copertura occorre fornire una illustrazione di dettaglio del contesto di riferimento in cui l'entità opera nonché procedere ad una analisi delle principali classi di rischio e grandezze in essere e delle politiche adottate per il controllo dei rischi associati agli strumenti finanziari.

Tale illustrazione include le informazioni relative a:

- le politiche sulla copertura dell'esposizione ai rischi;
- le attività e passività finanziarie oggetto di copertura dei rischi;
- le tipologie di strumenti finanziari utilizzati per la copertura dei rischi.

In particolare, sono rappresentate le politiche generali di *risk management* e la loro integrazione ed interrelazione con i processi gestionali e di business, le attribuzioni di responsabilità all'interno dell'impresa in materia di gestione dei rischi, nonché le politiche finalizzate a modulare le priorità dei diversi livelli di rischio indicando, per i rischi chiave, le modalità di comunicazione ai vertici aziendali.

²³ Come noto la “*duration*” è un indicatore della durata media finanziaria di un titolo capace di sintetizzare anche gli elementi della sua struttura finanziaria. Ad esempio per un titolo zero coupon “*duration*” coincide sempre con la durata effettiva.

APPENDICE A ESEMPLIFICAZIONI DELLE TECNICHE DI VALUTAZIONE DI ALCUNI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Di seguito si riportano alcuni modelli esemplificativi relativi alla determinazione del valore di strumenti finanziari derivati più diffusi.

a. Determinazione del *fair value* di un *Interest Rate Swap* (IRS)

L'esempio di calcolo successivo fa riferimento ad un *Interest Rate Swap* di valore nozionale pari a 50 milioni con pagamento di tasso fisso ed incasso di tasso variabile, al fine di convertire una passività sottostante a tasso variabile in una a tasso fisso. Lo strumento prevede la liquidazione dei differenziali con periodicità trimestrale posticipata. Il modello di calcolo del valore dello strumento sotto riportato, simulato al trentesimo giorno successivo alla data di efficacia, si basa sull'attualizzazione dei differenziali di flussi di cassa liquidati lungo la vita dell'Irs.

IRS FISSO VS VARIABILE CON LIQUIDAZIONE TRIMESTRALE

T	a	b%	c%	d = (c-b)*a*(90/36000)	e%	f = d/((1+e)^(gg/360))
1	€ 50.000.000,00	4	3,7	-€ 37.500,00	3,750	-€ 37.270,62
2	€ 50.000.000,00	4	3,761	-€ 29.850,00	3,757	-€ 29.394,83
3	€ 50.000.000,00	4	3,822	-€ 22.200,00	3,781	-€ 21.657,42
4	€ 50.000.000,00	4	3,884	-€ 14.550,00	3,809	-€ 14.059,83
5	€ 50.000.000,00	4	3,945	-€ 6.900,00	3,838	-€ 6.603,37
6	€ 50.000.000,00	4	4,006	€ 750,00	3,868	€ 710,74
7	€ 50.000.000,00	4	4,369	€ 46.112,50	3,943	€ 43.234,22
8	€ 50.000.000,00	4	4,708	€ 88.550,00	4,042	€ 82.073,35
9	€ 50.000.000,00	4	4,968	€ 120.975,00	4,149	€ 110.775,88
10	€ 50.000.000,00	4	5,101	€ 137.600,00	4,247	€ 124.441,87
11	€ 50.000.000,00	4	5,312	€ 164.000,00	4,346	€ 146.410,58
						€ 398.660,58

NB: la convenzione di calcolo di entrambi i flussi è 30/360.

LEGENDA

- a) Valore del nozionale
- b) Tasso di interesse pagato
- c) Tasso di interesse incassato ricavato dalla struttura per scadenza dei tassi
- d) Differenziali determinati alle scadenze trimestrali dell'IRS
- e) Tasso zero coupon (base 30/360) a scadenza ricavato dalla struttura della curva dei tassi f
- f) Pricing dell'IRS pari alla sommatoria dei valori attuali dei differenziali

b. Determinazione del *fair value* di un'opzione call

L'esempio di calcolo successivo fa riferimento ad un'opzione *call* esercitabile ad una certa data (di tipo europeo). Il modello di calcolo del valore dello strumento sotto riportato si basa sul modello di Black-Scholes.

S	X	T	Rf	σ
10	12	2	0,05	14%

$$c = S \cdot N(d1) - X e^{-RfT} \cdot N(d2)$$

$$\text{FAIR VALUE} = \text{€ } 0,47$$

$$p = c + X e^{-RfT} - S$$

$$\text{FAIR VALUE} = \text{€ } 1,33$$

LEGENDA

S Prezzo del sottostante

X Prezzo di esercizio

T Durata residua dell'opzione

Rf Tasso privo di rischio

σ Volatilità del prezzo dell'attività sottostante

c Prezzo della Call

p Prezzo della Put (relazione di parità put-call)

La valutazione della *call* simula un investimento in portafoglio costituito da $N(d1)$ quote dell'attività sottostante²⁴ e da un indebitamento pari a $N(d2)$ moltiplicato il valore attuale del prezzo di esercizio²⁵.

²⁴ $N(d1)$ rappresenta il rapporto di copertura o delta dell'opzione; tale grandezza indica la quantità di sottostante necessaria per costruire una posizione equivalente in opzioni.

²⁵ La funzione $N(d)$ è la funzione di probabilità di una variabile casuale normale standardizzata. Alternativamente si giungerebbe ai medesimi risultati mediante le Tavole di pricing delle opzioni le quali, in corrispondenza del valore dell'attività sottostante rapportato al valore attuale del prezzo di esercizio e della deviazione standard moltiplicata per la radice quadrata della scadenza residua, riportano il valore dell'opzione call in percentuale rispetto al prezzo del sottostante. Nell'esempio precedente, in corrispondenza di tali parametri (S/Xe^{-RfT} pari a 0,92 e $\sigma \cdot \sqrt{T}$ pari a 0,20), si ottiene un valore dello strumento call pari al 4,7% del prezzo del sottostante.

APPENDICE B METODI PER LA VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

Nella presente appendice sono brevemente illustrati i criteri da seguire per la scelta del metodo di valutazione più appropriato per la determinazione del *fair value* degli investimenti partecipativi.

Quotazioni di borsa

Tale metodo risulta applicabile se:

- la partecipata è quotata;
- il mercato della partecipata è considerato attivo;
- l'investimento può essere dismesso attraverso ordinarie transazioni di mercato.

Ai fini della determinazione dell'esistenza di un mercato attivo, si farà riferimento al flottante e all'Indice di Liquidità della partecipata inteso come numero di volte in cui il totale delle azioni componenti il capitale sociale di una società viene scambiato sul mercato in un dato orizzonte temporale.

Nel caso in cui il mercato risulti non attivo, il valore riveniente dalle quotazioni sul mercato non attivo potrà essere utilizzato come metodo di controllo del valore determinato attraverso l'applicazione di un altro metodo.

Metodo delle transazioni dirette

Il metodo delle transazioni dirette può essere applicato se esiste almeno una transazione significativa sulla partecipata registrata in un arco di tempo sufficientemente breve rispetto al momento della valutazione dello strumento e se le condizioni del mercato non sono significativamente cambiate.

Per transazione significativa si intende una transazione che non sia rilevante al fine del controllo del capitale sociale della partecipata e che possa essere considerata effettuata fra controparti di mercato consapevoli e indipendenti e non soggette ad alcuna costrizione.

Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili è applicabile se, congiuntamente:

- esistono società comparabili alla partecipata;
- relativamente alle società comparabili è stata effettuata almeno una transazione significativa in un arco di tempo sufficientemente breve rispetto al momento della valutazione dello strumento.

Una società può essere definita comparabile se opera nello stesso settore e con un modello di business analogo a quello della partecipata. Il modello di business si considera analogo se la composizione e la tipologia di prodotti/servizi forniti dalla società comparabile sono sostanzialmente simili a quelle della partecipata. Nella selezione del campione di società comparabili si deve tenere conto di diversi fattori: mercato geografico, volume del fatturato, dimensioni del patrimonio netto, natura del corrispettivo.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa risulta applicabile se esistono almeno due società comparabili quotate, le cui quotazioni afferiscono ad un mercato attivo.

In base a tale metodo, il valore di una partecipata è stimato a partire dai dati derivanti dalle quotazioni di società comparabili, attraverso l'elaborazione dei più significativi moltiplicatori

(multipli di borsa), risultanti dal rapporto esistente tra il valore che il mercato azionario attribuisce alle società comparabili e le loro grandezze economico-patrimoniali. Il valore della partecipata è ottenuto applicando la media dei multipli significativi di borsa, delle società comparabili individuate, alle relative grandezze economico-patrimoniali della partecipata, desunte dal più recente prospetto contabile.

Metodi analitici – Metodi finanziari, reddituali e patrimoniali

I metodi finanziari e reddituali forniscono una determinazione del *fair value* della partecipata attraverso la sommatoria di una serie di flussi finanziari ovvero redditi, opportunamente attualizzati e derivati dal *business plan* della partecipata.

I metodi finanziari e reddituali non possono essere applicati se non esiste un *business plan* (o alternativamente un budget) della partecipata e ritenuto attuale al momento della valutazione.

Si deve verificare la validità degli elementi significativi di pianificazione rispetto ai risultati consuntivi ed altre informazioni relative al contesto economico di riferimento disponibili al momento della valutazione, procedendo, laddove necessario, a stimare eventuali impatti sulla redditività attesa.

I metodi patrimoniali forniscono una determinazione del *fair value* della partecipata a partire dal dato patrimoniale di bilancio, rettificato alla luce delle plus/minus implicite nell'attivo e nel passivo e, per il metodo patrimoniale complesso, dell'eventuale valorizzazione delle componenti immateriali.

I metodi patrimoniali non possono essere applicati se:

- non è disponibile il bilancio d'esercizio, oppure una situazione patrimoniale approvata dagli organi societari della partecipata;
- non sono disponibili informazioni attendibili, atte a permettere la stima del valore di mercato delle attività/passività della partecipata (plus/minus implicite nell'attivo e nel passivo della partecipata) e l'eventuale valorizzazione delle componenti immateriali.

APPENDICE C CENNI SUI CRITERI IDENTIFICATIVI DELLE RELAZIONI DI COPERTURA

Nella presente appendice sono sintetizzati i principali elementi che identificano gli strumenti derivati di copertura da quelli non di copertura (cosiddetti speculativi) previsti dallo IAS 39.

Possono essere designati come strumenti di copertura tutti gli strumenti derivati con alcune eccezioni. In particolare, non rappresentano strumenti di copertura i seguenti:

- le opzioni emesse a meno che non siano destinate a coprire opzioni acquistate;
- un derivato collegato ad uno strumento di capitale il cui *fair value* non può essere attendibilmente misurato e sia prevista la consegna fisica dello strumento coperto;
- i titoli propri rappresentativi di patrimonio netto;
- i derivati che non coinvolgono una parte esterna all'impresa.

I derivati di copertura sono finalizzati a neutralizzare gli effetti economici negativi riconducibili a variazioni avverse:

- del *fair value* di attività e passività finanziarie esistenti (ad esempio un finanziamento a tasso fisso);
- dei flussi di cassa attesi relativi ad attività o passività esistenti (ad esempio titoli obbligazionari a tasso variabile);
- del *fair value* di un impegno irrevocabile;
- dei flussi di cassa attesi relativi ad un'operazione non contabilizzata la cui realizzazione è altamente probabile.

Ne consegue che i derivati di copertura sono tali solo qualora si preveda che i relativi *fair value* o flussi finanziari compensino le variazioni di *fair value* o di flussi finanziari dell'elemento oggetto di copertura. Per queste operazioni è quindi necessario valutare l'efficacia della copertura; essa rappresenta il livello al quale l'impiego dello strumento finanziario comporta la compensazione dei cambiamenti di *fair value* o di flussi finanziari attribuibili ad un rischio coperto.

La relazione di copertura, in base alle previsioni del principio contabile internazionale, è considerata efficace se il rapporto fra le variazioni di valore (o di flussi di cassa attesi) dello strumento sottostante e le variazioni contrapposte dello strumento derivato è compreso tra l'80%-125%²⁶.

Le informazioni volte ad identificare la relazione di copertura di uno strumento derivato sono le seguenti:

- l'obiettivo della copertura: (*fair value* o flussi di cassa dell'elemento coperto);
- la tipologia della copertura: (*fair value hedge*, *cash flow hedge*, copertura di un investimento netto in un'operazione estera);
- lo strumento di copertura: (descrizione delle principali caratteristiche dello strumento finanziario di copertura);
- l'elemento coperto: (descrizione delle principali caratteristiche dello strumento che si intende coprire);
- l'efficacia della copertura: (modalità di effettuazione del test di efficacia, metodologia prescelta per effettuare il test di efficacia retrospettiva e prospettica)²⁷.

²⁶ Ad esempio, se la perdita (oppure utile) dello strumento derivato di copertura ammonta a 25 mentre l'utile (oppure perdita) dello strumento coperto risulta pari a 20, l'efficacia della copertura può essere misurata dal rapporto 25/20 (125%) oppure dal rapporto 20/25 (80%).

²⁷ L'efficacia prospettica è il test che dimostra l'efficacia attesa della copertura mentre l'efficacia retrospettiva rappresenta il test che evidenzia l'effettivo grado di efficacia della copertura in un determinato periodo. Inoltre per il test di efficacia si potranno utilizzare diverse tecniche, tra queste:

- la *ratios analysis*. Tale tecnica si fonda sul rapporto fra utili e perdite relativi allo strumento di copertura ed allo strumento coperto ad una certa data;
- la regressione lineare. Tale tecnica statistica indica, attraverso il coefficiente di determinazione, la bontà della stima della variabile dipendente ottenuta dal modello di regressione;
- altre tecniche di tipo matematico/statistico.

Poiché la sussistenza dei presupposti della relazione di copertura non può essere solamente dichiarata le precedenti informazioni devono essere riportate nelle note di bilancio ed adeguatamente commentate.

GLOSSARIO

Future

Contratti a termine standardizzati, con cui le parti si impegnano a scambiarsi, a un prezzo predefinito e a una data futura, valori mobiliari o merci. Tali contratti di norma sono negoziati su mercati organizzati, dove viene garantita la loro esecuzione. Nella pratica, i *futures* su valori mobiliari spesso non implicano lo scambio fisico del sottostante valore.

Opzione

Rappresenta il diritto, ma non l'impegno, acquisito col pagamento di un premio, di acquistare (*call option*) o di vendere (*put option*) uno strumento finanziario ad un prezzo determinato (*strike price*) entro (*American option*) oppure ad una data futura (*European option*) determinata.

FRA - Forward rate agreement

Il Forward Rate Agreement è un contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a una data prestabilita un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento (tasso di interesse di riferimento).

In particolare è un contratto in base al quale due controparti si impegnano a pagare o incassare, alla data prevista dal contratto, l'ammontare calcolato applicando ad un capitale di riferimento (un deposito nozionale) il differenziale tra il tasso di riferimento, stabilito dal contratto, e il tasso di mercato alla data di scadenza (tasso regolamento).

Swap

Operazioni consistenti, di norma, nello scambio di flussi finanziari tra operatori secondo diverse modalità contrattuali. Nel caso di uno *swap* di tassi d'interesse (IRS), le controparti si scambiano flussi di pagamento indicizzati o meno a tassi d'interesse, calcolati su un capitale nozionale di riferimento (ad esempio: una controparte corrisponde un flusso sulla base di un tasso fisso, l'altra sulla base di un tasso variabile). Nel caso di uno *swap* di valute (DCS), le controparti si scambiano specifici ammontari di due diverse valute, restituendoli nel tempo secondo modalità predefinite che possono riguardare sia il capitale nozionale sia i flussi indicizzati dei tassi d'interesse.

TROR - Total rate of return swap

Contratto che prevede l'impegno di una parte, di solito proprietaria del titolo o credito di riferimento, a pagare periodicamente ad un investitore (venditore di protezione) i flussi generati, per capitale ed interessi, dall'attività stessa. Per contro, l'investitore si obbliga a corrispondere un tasso variabile nonché l'eventuale deprezzamento dell'attività rispetto alla data di stipula del contratto.

CDS - Credit default swap/option

Contratto col quale un soggetto, dietro pagamento di un premio, trasferisce ad un altro soggetto il rischio creditizio insito in un prestito o in un titolo, al verificarsi di un determinato evento legato al deterioramento del grado di solvibilità del debitore (nel caso della *option* occorre anche l'esercizio del diritto da parte dell'acquirente dell'opzione).

DECRETO LEGISLATIVO 30 DICEMBRE 2003, N. 394

"Attuazione della direttiva 2001/65/CE che modifica le direttive CEE 78/660, 83/349 e 86/635, per quanto riguarda le regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie"

pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 44 del 23 febbraio 2004

IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

Visti gli articoli 76 e 87 della Costituzione;

Vista la direttiva 2001/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 settembre 2001, che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 86/635/CEE per quanto riguarda le regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie;

Visto il regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali;

Vista la legge 1° marzo 2002, n. 39, recante disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee (legge comunitaria 2001), ed in particolare gli articoli 1, 2 e l'allegato B;

Vista la legge 3 febbraio 2003, n. 14, ed in particolare l'articolo 30, che dispone il differimento del termine per l'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva 2001/65/CE;

Vista la Sezione IX del Capo V del Titolo V del libro V del codice civile;

Visto il decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, recante attuazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'articolo 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69;

Visto il decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, recante attuazione della direttiva 86/635/CEE, relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi ed istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro;

Vista la preliminare deliberazione del Consiglio dei Ministri, adottata nella riunione del 3 ottobre 2003;

Acquisiti i pareri delle competenti Commissioni della Camera dei deputati e del Senato della Repubblica;

Vista la deliberazione del Consiglio dei Ministri, adottata nella riunione del 19 dicembre 2003;

Sulla proposta del Ministro per le politiche comunitarie e del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con i Ministri degli affari esteri e della giustizia;

E m a n a
il seguente decreto legislativo:

Art. 1.

Nota integrativa del bilancio di esercizio

1. Nel codice civile, dopo l'articolo 2427, e' inserito il seguente:

«2427-bis (*Informazioni relative al valore equo "fair value" degli strumenti finanziari*). - 1. Nella nota integrativa sono indicati:

1) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati:

a) il loro *fair value*;

b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura;

2) per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro *fair value*, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'articolo 2359 e delle partecipazioni in *joint venture*:

a) il valore contabile e il *fair value* delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;

b) i motivi per i quali il valore contabile non e' stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato.

2. Ai fini dell'applicazione delle disposizioni del comma 1, sono considerati strumenti finanziari derivati anche quelli collegati a merci che conferiscono all'una o all'altra parte contraente il diritto di procedere alla liquidazione del contratto per contanti o mediante altri strumenti finanziari, ad eccezione del caso in cui si verifichino contemporaneamente le seguenti condizioni:

a) il contratto sia stato concluso e sia mantenuto per soddisfare le esigenze previste dalla società che redige il bilancio di acquisto, di vendita o di utilizzo delle merci;

b) il contratto sia stato destinato a tale scopo fin dalla sua conclusione;

c) si prevede che il contratto sia eseguito mediante consegna della merce.

3. Il *fair value* e' determinato con riferimento:

a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali e' possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato.

4. Il *fair value* non e' determinato se l'applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile.

5. Ai fini dell'applicazione del presente articolo e dell'articolo 2428, comma 2, numero 6-bis) per la definizione di strumento finanziario, di strumento finanziario derivato, di *fair value* e di modello e tecnica di valutazione generalmente accettato, si fa riferimento ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell'Unione europea.».

Art. 2.

Bilancio in forma abbreviata

1. All'articolo 2435-bis, comma 5, del codice civile dopo le parole: «e 17) dell'articolo 2427» sono inserite le seguenti: «e dal numero 1) del comma 1 dell'articolo 2427-bis».

Art. 3.

Relazione sulla gestione allegata al bilancio di esercizio

1. All'articolo 2428, comma 2, del codice civile e' aggiunto, in fine, il seguente numero:
«6-bis) in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:
a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.».

Art. 4.

Nota integrativa del bilancio consolidato

1. All'articolo 38, comma 1, del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, sono aggiunte, in fine, le seguenti lettere:
«o-ter) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati:
1) il loro *fair value*;
2) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura;
o-quater) per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro *fair value*, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e delle partecipazioni in *joint venture*:
1) il valore contabile e il *fair value* delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;
2) i motivi per i quali il valore contabile non e' stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato.».
2. All'articolo 38 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, dopo il comma 2, e' aggiunto il seguente:
«2-bis. Ai fini dell'applicazione del comma 1, lettere o-ter) e o-quater) e dell'articolo 40, comma 2, lettera d-bis), per la definizione di strumento finanziario, di strumento finanziario derivato e di *fair value*, si fa riferimento ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell'Unione europea.».

Art. 5.

Relazione sulla gestione allegata al bilancio consolidato

1. All'articolo 40, comma 2, del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, e' aggiunta, in fine, la seguente lettera:
«d-bis) in relazione all'uso da parte delle imprese incluse nel bilancio consolidato di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio complessivi:
1) gli obiettivi e le politiche delle imprese in materia di gestione del rischio finanziario, comprese le loro politiche di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
2) l'esposizione delle imprese al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.».

Art. 6.

Nota integrativa del bilancio delle banche e degli altri istituti finanziari

1. All'articolo 23, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, sono aggiunte, in fine, le seguenti lettere:

«*g-bis*) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati:

1) il loro *fair value*;

2) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura;

g-ter) per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro *fair value*, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e delle partecipazioni in *joint venture*:

1) il valore contabile e il *fair value* delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;

2) i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato.»

2. All'articolo 23 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, dopo il comma 2, è aggiunto il seguente:

«*2-bis*. Ai fini dell'applicazione del comma 1, lettere *g-bis*) e *g-ter*) e dell'articolo 3, comma 2, lettera *f-bis*), per la definizione di strumento finanziario, di strumento finanziario derivato e di *fair value*, si fa riferimento ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell'Unione europea.»

3. All'articolo 40, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, le parole: «e *g*)» sono sostituite dalle seguenti: «, *g*), *g-bis*) e *g-ter*)».

Art. 7.

Relazioni sulla gestione allegate al bilancio delle banche e degli altri istituti finanziari

1. All'articolo 3, comma 2, del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, sono aggiunte, in fine, le seguenti lettere:

«*f-bis*) se si tratta della relazione al bilancio dell'impresa, in relazione all'uso da parte dell'impresa di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

1) gli obiettivi e le politiche dell'impresa in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;

2) l'esposizione dell'impresa al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari;

f-ter) se si tratta della relazione al bilancio consolidato, le medesime informazioni di cui alla lettera *f-bis*), riferite alle imprese incluse nel consolidamento.»

Art. 8.

Entrata in vigore

1. Le disposizioni del presente decreto entrano in vigore dal 1° gennaio 2005.