

IPOTESI DI VALUTAZIONE DERIVATO DI COPERTURA

di ANDREA FONTANELLI

I derivati sono contratti che derivano da parametri non controllabili dalle parti. Possono essere conclusi sull'andamento dell'indice borsistico, sulla quotazione del petrolio, sulla quantità di neve che cadrà in una località sciistica.

Le controversie sui derivati riguardano due tipi di contratti: quelli di copertura e quelli speculativi.

I derivati di copertura consentono di trasformare un tasso variabile in fisso o di fissare il cambio di una valuta.

Un esempio: il cambio eur/usd del 16/11/17 era 1,17785. L'impresa che deve consegnare una nave tra due anni in un paese del golfo, pagamento in dollari, vuole fissare il cambio a 1,17785. Se il cambio peggiorasse, si ridurrebbero i margini e da 1,25 la vendita sarebbe in perdita. Un derivato di copertura serve per evitare tale evento.

Altro esempio: la costruzione di un grattacielo richiede 18 mesi. Al tasso del 3% i margini per il costruttore sono soddisfacenti. Qualora il tasso crescesse oltre il 5%, andrebbe in perdita. Gran parte dei finanziamenti sono a breve, nella forma di anticipo fatture, apertura di credito in c/c, mutui variabili, ecc. Con un derivato di copertura il costo del debito diventa il 3%. Il meccanismo è il seguente: i finanziamenti variabili avranno le loro oscillazioni, che saranno compensate dal contratto derivato. Se i tassi crescono e cresce il costo dei finanziamenti variabili, la controparte del contratto derivato versa all'impresa e si torna al 3%, se i tassi calano e il costo dei finanziamenti variabili diminuisce, l'impresa versa alla controparte del derivato, ed il costo complessivo dei finanziamenti resta il 3%.

I derivati speculativi sono delle scommesse a cui la leva d'indebitamento consente puntate n volte superiori al denaro disponibile. E' come farsi prestare 10, 20, 100 volte il proprio denaro

e giocare tutto alla roulette. Anche i derivati di finanziamento, sono speculativi. I derivati speculativi incorporano opzioni di difficile valutazione. Per determinarne il valore, occorrono software generati da analisti specializzati che creano tali prodotti per le grandi banche d'affari. Generalmente si utilizzano programmi elaborati da Bloomberg, Reuters, ecc. che sono costosissimi e comunque forniscono un risultato senza spiegare come viene ottenuto.

I derivati di copertura, invece, generalmente utilizzano sistemi più semplici, come il plan vanilla negli IRS (sui tassi) la cui valutazione è abbastanza agevole e si basa sul fair value delle contrattazioni dei futures. Un esempio di valutazione si trova nel OIC 3. Quando un derivato di copertura utilizza strumenti "impropri" come le opzioni, probabilmente non è proprio di copertura.

Prima di continuare due considerazioni giuridiche:

1) L'art.2426, c.12 del codice civile prescrive: *"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 legislatore impone che i derivati che presentano un mercato attivo **siano valutati al fair value** (valore di mercato), sono altresì valutati al fair value quando i suoi componenti (tassi euribor nel plan-vanilla, per esempio) hanno una quotazione.

Soltanto allorchè non ci sono quotazioni dei componenti, sono ammesse tecniche e modelli matematico-statistici (Bloomberg).

E' dato di comune esperienza che le quotazioni storiche delle opzioni non sono rintracciabili, quindi i derivati complessi nei quali sono presenti opzioni, detti anche strutturati o esotici, saranno da valutare con Bloomberg e gli altri programmi sopra

specificati. Invece, l'Irs Plan vanilla dovrà essere valutato con le curve dei tassi quotate.

L'art. 2426, c.11 bis indica inoltre che: *“Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura”*.

In buona sostanza l'impresa dovrà considerare sia il derivato che l'elemento coperto, nell'esempio del grattacielo, il debito.

Infine, l'art.2426, c.12 prevede che: *“Ai fini della presente Sezione, per la definizione di “strumento finanziario”, di “attività finanziaria” e “passività finanziaria”, di “strumento finanziario derivato”, di “costo ammortizzato”, di “fair value”, di “attività monetaria” e “passività monetaria”, “parte correlata” e “modello e tecnica di valutazione generalmente accettato” si fa riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea”*.

Diventano criterio giuridico i principi contabili europei (ed internazionali) ed i criteri valutativi dei mercati finanziari da questi richiamati.

2) Il Testo unico finanziario prevede che l'intermediario finanziario deve assicurare che i prodotti finanziari, derivati compresi, siano adeguati ed appropriati.

Alla luce di quanto sopra, la prassi di valutare i derivati, con programmi come Bloomberg e simili alla stipula, da una parte è sbagliata in caso di prodotti con elementi quotati (contraria all'indicazione civilistica e dei principi contabili internazionali), dall'altra inutile per i derivati di copertura. Per questi ultimi, infatti, in base al principio di adeguatezza del TUF, basterà **verificare che gli effetti promessi dall'intermediario si siano effettivamente realizzati**.

Se il contratto ha ottenuto quanto promesso, allora potrà considerarsi adeguato. Se, al contrario, tale copertura non è riuscita, allora lo strumento non era adeguato e l'intermediario sarà chiamato a risarcire il danno. Si potrà simulare cosa sarebbe avvenuto senza il derivato (il prezzo della nave al cambio della vendita), cosa sarebbe dovuto succedere con una copertura al 100%, la differenza sarà dovuta a inadeguatezza del contratto.

Si segnala, infine, che le quotazioni dei futures sono trimestrali, quindi la copertura non può essere precisa al 100%, ci saranno sempre dei piccoli margini di oscillazione anche nei contratti meglio impostati.

Va evidenziato come autorevole dottrina ritenga i derivati speculativi non acquistabili dalle società, in quanto estranei all'oggetto sociale e all'obbligo di prudenza degli amministratori. Come un amministratore non potrà giustificarsi con soci, fornitori e finanziatori di perdite al gioco, a maggior ragione dovrebbe astenersi da impegnare la società in derivati speculativi, il cui rischio è potenzialmente illimitato.

In ogni caso, poiché tali prodotti sono quasi sempre composti anche da opzioni, la valutazione, alla stipula, necessiterà dei programmi tipo Bloomberg, che forniscono risultati senza alcuna indicazione dei criteri utilizzati per ottenerli. Si tratterà di verificare se le aspettative di un operatore informato alla data del contratto erano soddisfatte. Nessun rilievo avrà, invece, il successivo andamento delle quotazioni.