

Inquadramento del lavoro e metodologia della ricerca

1. Inquadramento del lavoro

I derivati (*forward, swap, option*) sono contratti il cui valore dipende da altre variabili. Si tratta di strumenti che sono per loro natura complessi e che possono essere utilizzati dalle imprese per porre in essere operazioni di copertura da alcuni rischi finanziari, ma che rappresentano, essi stessi, una fonte di ulteriori rischi per l'impresa. Negli ultimi decenni, si sono diffusi anche tra le realtà italiane di piccole-medie dimensioni, favoriti in ciò dalle loro caratteristiche, in particolare, dalla quasi totale assenza di un investimento iniziale e dal regolamento futuro.

Per lungo tempo, la rappresentazione degli strumenti finanziari derivati nell'ambito del bilancio redatto secondo il Codice Civile non è stata disciplinata. Pur in presenza di importanti prese di posizioni da parte della dottrina, l'assenza di chiare indicazioni sia da parte del legislatore sia da parte degli organismi professionali, ha favorito l'insorgere di comportamenti non sempre omogenei da parte delle imprese, con conseguente rischio di scarsa trasparenza nella comunicazione economico-finanziaria, nonostante si tratti di strumenti che possono potenzialmente generare perdite anche significative. L'obbligo, introdotto con il d.lgs. 394/2003, di fornire informazioni in nota integrativa sul *fair value* di tali strumenti ha solo parzialmente contribuito a migliorare la comunicazione economico-finanziaria, considerata la contestuale assenza di indicazioni sulla corretta rappresentazione degli effetti economico-finanziari-patrimoniali.

Con il d.lgs. 139/2015, tale lacuna è stata finalmente colmata. La scelta del legislatore italiano è stata quella di introdurre un modello di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati basato sul *fair value*: il modello introdotto in Italia è sostanzialmente allineato alle previsioni dei principi contabili internazionali (nello specifico, l'IFRS 9 – *Strumenti finanziari*) e prevede l'iscrizione degli utili/perdite da adeguamento del *fair value* nel conto economico. Anche le deroghe per le operazioni di copertura (*hedge accounting*)

sono di fatto allineate al modello degli IFRS e prevedono sia la *cash flow hedge* sia la *fair value hedge*. L'intervento dell'Organismo Italiano di Contabilità attraverso l'OIC 32 – *Strumenti finanziari derivati* (emesso a dicembre 2016) ha confermato tale impostazione, seppure introducendo alcune importanti semplificazioni.

I criteri di rilevazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati nel bilancio redatto in conformità al Codice Civile sono pertanto allineati alle previsioni degli IFRS e rappresentano, senza ombra di dubbio, la più importante convergenza verso i principi contabili internazionali introdotta dal d.lgs. 139/2015, da applicarsi anche dalle società che redigono il bilancio in forma abbreviata, dal momento che solo le micro-imprese ne sono esonerate. Nel processo di recepimento della Direttiva 2013/34, il legislatore italiano non ha infatti recepito il *fair value* come criterio per nessuna altra voce di bilancio, nemmeno come criterio valutativo opzionale. Pertanto, mentre nel bilancio IFRS il *fair value* è considerato il criterio valutativo per eccellenza non solo per gli strumenti finanziari derivati, ma per tutti gli strumenti finanziari, nell'ambito del bilancio Codice Civile, il costo continua ad essere l'unico criterio ammesso per le attività finanziarie, sebbene declinato, per alcune di esse, nella configurazione del "costo ammortizzato". L'avvicinamento del bilancio redatto secondo i principi contabili italiani verso il bilancio IFRS è avvenuto con riferimento ad altri aspetti (in particolare, classificazione delle azioni proprie, introduzione esplicita nel Codice Civile dei principi di rilevanza e di rappresentazione sulla base della sostanza, introduzione del concetto di "valore temporale del denaro" e di "costo ammortizzato" per la valutazione dei crediti e dei debiti), ma, certamente, non con riferimento al *fair value*. Il bilancio secondo i principi contabili italiani continua pertanto ad essere basato sul costo storico come criterio base di valutazione.

Tenuto conto quindi della peculiarità dell'utilizzo del *fair value* per i soli strumenti finanziari derivati, l'*obiettivo del lavoro* è quello di individuare gli effetti che tale introduzione ha avuto sul modello di bilancio italiano che, come detto, continua ad essere basato sul costo storico.

In particolare, la *domanda di ricerca principale* è la seguente: l'introduzione del modello valutativo basato sul *fair value* esclusivamente per gli strumenti finanziari derivati ha generato nuove criticità ovvero incongruenze nell'ambito del modello di bilancio italiano?

Oltre alla domanda di ricerca *principale*, la presente ricerca ha anche altri *obiettivi*. In particolare, si è voluto rispondere ad altre *domande di ricerca*.

Più nello specifico, se dall'indagine dovessero emergere nuove incongruenze, quali soluzioni si potrebbero prospettare per far sì che il modello di bilancio italiano sia più coerente? Inoltre, dal momento che l'utilizzo del *fair value*

per gli strumenti finanziari derivati (cioè il modello dell'IFRS 9) è stato spesso considerato il miglior modello possibile per rappresentare questa complessa fattispecie di strumenti finanziari, quali scelte sono state fatte dagli altri principali paesi europei? La comparabilità del bilancio preparato dalle imprese italiane rispetto a quello preparato dalle imprese dei principali paesi europei con specifico riferimento agli strumenti finanziari derivati è risultata incrementata?

La letteratura esistente non ha ancora indagato in modo organico nessuno degli ambiti di ricerca sopra delineati. La maggior parte dei lavori ha avuto ad oggetto la disamina delle disposizioni del Codice Civile e dell'OIC 32, senza però entrare nel merito degli effetti che tali nuove disposizioni hanno sul più generale sistema (principi e postulati) del bilancio e senza individuare in modo sistematico i problemi lasciati ancora senza soluzione.

2. Metodologia della ricerca

Da un punto di vista metodologico, si è provveduto all'analisi della dottrina nazionale ed internazionale in merito alla rappresentazione contabile degli strumenti finanziari derivati nel bilancio. Tale indagine ha permesso, da un lato, di analizzare i diversi modelli teorici di riferimento e, dall'altro, di prendere in considerazione le principali criticità dei diversi modelli individuate nel corso del tempo.

Successivamente, la ricerca si è basata sulla diretta osservazione di numerosi *casi aziendali* di realtà di piccole-medie dimensioni che, a partire dall'esercizio 2016, hanno dovuto applicare per la prima volta le nuove disposizioni in materia di derivati. L'osservazione diretta di specifici casi aziendali è stata completata dalla lettura di pubblicazioni a contenuto *empirico* che hanno consentito di avere un quadro del contesto di riferimento. Inoltre, per la definizione della dimensione del fenomeno, dal momento che le indagini finora effettuate hanno avuto ad oggetto spesso le realtà di maggiori dimensioni, è stata condotta una *ricerca empirica* sui bilanci degli esercizi 2016 e 2017 al fine di comprendere quante e quali realtà italiane sono interessate dalla tematica.

Sulla base della letteratura nazionale ed internazionale si è quindi provveduto ad analizzare le scelte operate da alcuni altri paesi europei, comparandole con la scelta di fondo operata dall'Italia. Si sono quindi analizzate le disposizioni del Codice Civile e dell'OIC 32, individuando le differenze rispetto a quanto previsto dai principi contabili internazionali e, soprattutto, identificando le principali criticità ed incongruenze introdotte nel modello di bilancio italiano.

L'identificazione di tali criticità ed incongruenze è stata sviluppata con l'intento di offrire un contributo all'analisi del modello di bilancio italiano co-

si come risultante dal d.lgs. 139/2015, modello che, come parte della letteratura ha osservato, rischia di essere più che un modello “misto” un modello “ibrido” che non necessariamente favorisce l’obiettivo della comparabilità dell’informativa di bilancio nell’Unione Europea.

3. Struttura del lavoro

Per rispondere alle domande di ricerca sopra delineate, la struttura del lavoro si articola come segue.

Nel primo capitolo si introducono i rischi finanziari che tipicamente possono gravare sulle imprese non finanziarie, delineando brevemente le diverse azioni che possono essere messe in atto al fine del loro contenimento. Si introducono quindi le caratteristiche principali degli strumenti finanziari derivati e si procede ad analizzarne il loro utilizzo, sia per finalità di *trading* sia per finalità di copertura. Nel capitolo in oggetto si delinea anche la dimensione del fenomeno, dapprima attraverso l’utilizzo delle informazioni diffuse da Banca d’Italia e dalla Banca Internazionale per il Regolamento e mediante l’analisi dei risultati di precedenti analisi aventi ad oggetto campioni di varie dimensioni. Successivamente, nel capitolo sono presentati i risultati dell’indagine empirica svolta sui dati dei bilanci 2016 e 2017 delle società che utilizzano i principi contabili italiani.

Nel secondo capitolo si analizza l’evoluzione della rappresentazione contabile degli strumenti finanziari derivati, partendo dalle oggettive difficoltà di rappresentazione di tali strumenti nell’ambito di modelli di bilancio basati sul costo storico. A tale scopo, si analizzano i principali modelli teorici utilizzabili, ripercorrendo il dibattito che si è accompagnato all’evoluzione dei principi contabili statunitensi (US GAAP) ed internazionali (IFRS) sul tema. Si prendono quindi in esame le Direttive contabili europee e le scelte operate da Francia, Germania, Spagna e Regno Unito oltre che dall’Italia.

Nel terzo capitolo, si analizza nel dettaglio il principio contabile italiano OIC 32, con l’obiettivo di individuare, da un lato, i punti di differenza rispetto all’omologo principio contabile internazionale e, dall’altro, le criticità, le incongruenze ed le questioni tuttora irrisolte generate dall’obbligo di utilizzo del *fair value* per le società italiane.

Confrontando pertanto la letteratura nazionale ed internazionale, le scelte effettuate dagli altri paesi europei, avendo indagato la dimensione del fenomeno è stato possibile identificare le principali criticità nell’attuale modello di bilancio italiano che si basa in parte sul costo storico e in parte sul *fair value* (delineando una sorta di modello “misto”).

1.

Strumenti finanziari derivati: definizione e utilizzo

1.1. I rischi nell'ambito dell'attività d'impresa e la loro gestione: aspetti introduttivi

Tutto l'operato di qualunque tipo di azienda¹ è caratterizzato da “condizioni di incertezza” sugli accadimenti futuri. In particolare, per le imprese l'importanza delle condizioni di mercato e dell'ambiente generale, la diversità di percezione degli accadimenti soggettivi, il non completo grado di conoscenza degli eventi futuri, la presenza di accadimenti entelechiani, generano “difficoltà di previsione” circa il loro operato². L'eventualità che l'accadimento futuro, dall'esito incerto, generi, conseguenze non previste³ è normalmente denomi-

¹ Si veda in proposito Ferrero (1968), p. 35 ss.

² Si veda in proposito Dezzani (1971), p. 17.

³ La dottrina economico-aziendale italiana si è molto interessata al tema dei rischi di impresa. Nonostante tutti gli Autori considerino il rischio parte essenziale della vita di un'impresa, la definizione di “rischio” non è univoca nell'ambito della dottrina italiana. Per una recente analisi della letteratura italiana sull'argomento si veda Dicuonzo (2018), p. 10. In estrema sintesi e senza pretesa di esaustività, si ricorda che alcuni autori hanno considerato il rischio esclusivamente come l'effetto sfavorevole generato dalla manifestazione di un evento futuro, taluni individuando il rischio come l'eventualità di una perdita economica, altri comprendendo non solo la perdita, ma anche il minor guadagno. In tal senso, si parla di “rischi unilaterali”. Altri autori hanno considerato nella definizione di rischio anche l'eventuale effetto positivo generato dall'evento futuro incerto (rischi bilaterali), comprendendo tutte le conseguenze, siano esse positive o negative, associate ad eventi futuri. Come sottolineato in un recente lavoro da AA.VV. (2017), p. 81 “*La transizione dalla prima alla seconda accezione, più ampia, consente di considerare tutti gli effetti che si legano ad evenienze comunque incerte. Essa risulta appropriata alle tecniche di osservazione e gestione dei rischi seguite dalle imprese e comporta una serie di conseguenze tutt'altro che trascurabili sui meccanismi di rilevazione e controllo adottati e sulla validità dei risultati cui questi pervengono*”.

nata “rischio”. Il rischio è una condizione connaturata all’esistenza stessa delle imprese, nessuna esclusa, in quanto tutte, nello svolgimento della loro attività, sono vincolate agli accadimenti futuri dall’esito incerto⁴.

Il rischio di impresa è stato ampiamente studiato dalla dottrina aziendalistica italiana, sotto molteplici punti di vista⁵, soffermandosi anche sulle azioni che le imprese possono intraprendere per individuare, misurare e fronteggiare i rischi, ovvero sulla “politica dei rischi”.

La dottrina italiana⁶ ha sempre messo in evidenza la necessità di concepire la “politica dei rischi” in modo integrato rispetto alle altre politiche d’impresa, in particolare, con riferimento alla pianificazione strategica⁷. In tal senso, i cambiamenti nel contesto competitivo hanno reso sempre più rilevante per le imprese dotarsi di politiche dei rischi, sempre più strutturate. L’evoluzione dei sistemi informativi e delle tecniche di gestione e valutazione del rischio hanno contribuito alla diffusione di un approccio che coinvolge l’intera impresa, denominato *Enterprise Risk Management (ERM)*⁸, che prevede, per il raggiungimento degli obiettivi aziendali, una gestione sempre più integrata dei rischi, temperati fin dalla definizione degli obiettivi strategici⁹ dell’impresa.

⁴ Già Zappa considerava il rischio una condizione di esistenza dell’impresa, senza la quale l’“attività aziendale non è neppure concepibile” (Zappa, 1956, p. 226).

⁵ Per una recente disamina della dottrina italiana in merito al concetto di rischio si vedano AA.VV. (2017), p. 76 ss. e Dicuonzo (2018), p. 3 ss. In particolare, Dicuonzo (2018), p. 13 ss. esamina le posizioni assunte in dottrina nel corso degli anni con riferimento alle diverse classificazioni di rischio proposte.

⁶ In ambito nazionale, la letteratura si è concentrata sulle azioni che il management può intraprendere per “configurare economicamente” il rischio, che possono avere ad oggetto le origini del rischio oppure il trasferimento delle sue conseguenze economiche. Per ciò che concerne le azioni sulle origini del rischio, si è parlato di “prevenzione”, “protezione” e azioni volte a precostituire una generica attitudine dell’impresa a reagire o a neutralizzare la rischiosità degli eventi futuri. Per ciò che concerne le azioni dirette al “trasferimento del rischio” (o, meglio, all’onere generato dal rischio) si sono studiate le diverse forme di “assicurazione” esterna ovvero di “autoassicurazione”.

⁷ Si veda, per tutti, Brusa (2011).

⁸ L’ERM è stato promosso dal *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (CoSo)* che, nel 2004, ha pubblicato il report *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* (Coso - Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2004), successivamente completato di diverse guide e esempi.

⁹ Per una articolata disamina delle relazioni tra gestione del rischio e controllo strategico, si veda, per tutti Culasso (2009), p. 207 ss.

Un contesto competitivo sempre più caratterizzato da rischi complessi, la possibilità di utilizzo di nuove tecniche di gestione del rischio e la maggior consapevolezza dei manager nell’utilizzo di sistemi di gestione integrata del rischio, ha portato il Co.So. a pubblicare, nel

In Italia, l'impulso ad un approccio sempre più consapevole alla gestione dei rischi è stato dato anche dai diversi interventi normativi che, sia per le società quotate¹⁰ sia per le società non quotate¹¹ hanno richiesto di comunicare all'esterno i rischi cui l'attività d'impresa è soggetta e le eventuali azioni poste in essere per il contenimento dei loro effetti nonché hanno imposto controlli sul corretto presidio dei rischi¹².

2017, una nuova Guidance, (Coso - Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 2017) sulla gestione dei rischi integrata nella definizione degli obiettivi strategici e nella successiva misurazione del raggiungimento di tali obiettivi. Per una analisi delle implicazioni di tale documento, si veda, tra gli altri Dicuonzo (2018), p. 39 ss.

¹⁰ Il d.lgs. 173/2008 (decreto legislativo di recepimento della Direttiva 2006/46/CE) ha introdotto nel TUF (Testo Unico della Finanza, d.lgs. 58/1998 l'art. 123-bis), prevedendo, per le società quotate, l'obbligo di fornire indicazioni specifiche sul governo societario e sugli assetti proprietari. Tra le informazioni che tale relazione deve fornire, è prevista una descrizione delle "[...] principali caratteristiche dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno esistenti in relazione al processo di informativa finanziaria, anche consolidata, ove applicabile". Il Codice di Autodisciplina pubblicato nel 2011 dal Comitato per la Corporate Governance (comitato costituito da alcune associazioni di impresa – ABI, ANIA, Assonime, Confindustria – da una associazione di investitori professionali – Assogestioni – nonché da Borsa Italiana S.p.A.) ha introdotto indicazioni importanti sulla gestione integrata dei rischi nelle società quotate, prevedendo che il comitato che precedentemente era denominato "Comitato per il Controllo" divenisse il "Comitato per il Controllo e per i rischi".

¹¹ Le informazioni sui rischi devono essere fornite nella relazione sulla gestione. Più nello specifico, il d.lgs. 394/2003 (decreto legislativo di recepimento della Direttiva 2003/51/CE) ha introdotto l'obbligo di fornire informazioni sui rischi finanziari e sulla loro modalità di copertura, mentre il d.lgs. 32/2007 ha introdotto l'obbligo di indicare, più in generale, i rischi e le incertezze cui la società è esposta.

¹² Una consapevole gestione dei rischi comporta la definizione di organici processi in grado di individuare, monitorare, gestire e controllare i rischi. Tali processi coinvolgono l'alta direzione aziendale (il Consiglio di Amministrazione), l'amministratore delegato e gli amministratori esecutivi, i manager di medio-alto livello fino a giungere al personale operativo (si veda, a questo proposito, tra tutti, Culasso (2009) p. 190 ss.). Nel contesto normativo italiano, negli ultimi anni sono stati introdotti o rafforzati una serie di controlli effettuati da soggetti esterni all'impresa, con l'obiettivo di verificare che le entità sottoposte a controllo pongano essere adeguati presidi dei rischi. In tal senso, con compiti differenti, intervengono diversi organi, dal collegio sindacale alla società di revisione fino all'organismo di vigilanza istituito ai sensi della legge 231/2001. Per una completa disamina dei soggetti che, a vario titolo, intervengono nel controllo dei processi a presidio dei rischi, si veda Bava (2011).

L'ultimo importante intervento normativo è quello del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. 14/2019) che introduce importanti compiti in capo agli amministratori, anche di realtà di piccole dimensioni, in merito alla necessità di monitorare i segnali della crisi, attività che non può che essere svolta se non in presenza di un adeguato processo di individuazione dei rischi.