

Bilancio, vigilanza e controlli n. 8-9/2017

Il *fair value* di un derivato: significato economico e valutazione finanziaria

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

Questo articolo si pone come ideale continuazione del precedente pubblicato nel mese di luglio che aveva meglio definito le tipologie di strumenti derivati e il loro utilizzo presso le imprese italiane.

*Nel presente lavoro si affronta invece il concetto assai critico di *fair value* sul quale si incentra la nuova disciplina di contabilizzazione degli strumenti finanziari derivati prevista dal nuovo n. 11-bis, [articolo 2426](#), cod. civ. comma 1 come modificato dal D.Lgs. 139/2015. Il Legislatore con il termine “*fair value*” richiama la definizione contenuta nei Principi contabili internazionali i quali a loro volta si rifanno a metodiche valutative, a modelli teorici e di stima dei parametri che sono contenuti in una letteratura specialistica di esperti di finanza ma anche matematici e statistici.*

*La distanza che si viene a creare tra la complessità della stima del *fair value* e la necessità di pervenire comunque a un risultato ai fini della redazione di un bilancio di una società anche di minori dimensione è assolutamente rilevante e non ha mancato di creare perplessità e imbarazzo da parte degli amministratori e dei consulenti chiamati a utilizzare nei bilanci dei valori la cui origine e provenienza rimane in gran parte ignota.*

*Il presente lavoro costituisce un tentativo di chiarire cosa si intende per *fair value* e di riportare pur con rilevanti semplificazioni la logica sottostante i modelli di valutazione.*

Il *fair value* nella nuova disciplina di rappresentazione contabile degli strumenti finanziari derivati

Il nuovo n. 11-bis, articolo 2426, comma 1, cod. civ. recita:

“Gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti, sono iscritti al *fair value*...”:

Il Legislatore non ha però ritenuto di definire cosa si intenda per “*fair value*” ma all'articolo 2426, cod. civ. comma 2 ha rimandato ai “*Principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea*”.

La definizione di *fair value* tra i principi Ias/Ifrs è contenuta nell'Ifrs 13, § 9:

“il fair value è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un’attività ovvero che si pagherebbe per trasferimento di una passività in una regolare operazione di mercato alla data della valutazione tra controparti indipendenti”.

La definizione è ripresa anche dall’Oic 32, § 11 senza sostanziali differenze.

Pur lasciando agli Ias/lfrs l’onere definitorio, il Legislatore italiano ha comunque ritenuto di fornire indicazioni in merito alle modalità di stima del *fair value* che sono contenute nello stesso [articolo 2426](#), cod. civ. ma al comma 4 e 5. In particolare il comma 4 prevede che:

“il fair value determinato con riferimento 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;*
- 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 comma 5 statuisce invece che:

“il fair value non è determinato se l’applicazione dei criteri indicati al quarto comma non dà un risultato attendibile”.

Il *fair value* è nuovamente richiamato dalla nuova disciplina anche per quanto attiene alla Nota integrativa. L’[articolo 2427-bis](#), cod. civ. comma 1, n. 1 che:

“per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati sono indicati:

- a) il loro fair value;*
- b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura, compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l’importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri;*
- b-bis) gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato (...)*”

La nuova disciplina contabile sarà oggetto di analisi dettagliata nei prossimi articoli tuttavia da quanto precede è chiaro che il *fair value* ne è elemento centrale. La disciplina evidenzia anche una profonda differenza di trattamento tra i derivati per i quali è possibile conoscere un valore negoziato su un mercato attivo e quelli che rimangono limitati a una contrattazione tra parti senza approdare su un mercato regolamentato.

Per i primi, il *fair value* coincide con il prezzo di mercato al momento della chiusura del bilancio. La riconducibilità del *fair value* a un prezzo è chiaramente esplicitata nella definizione dell'Ifrs 13 richiamata sopra e le condizioni di accettabilità del prezzo (operazione regolare e tra controparti indipendenti) portano immediatamente a pensare a un prezzo negoziato su mercato regolamentato che è costituito da operazioni standardizzate secondo le regole definite dal gestore del mercato.

Il ricorso a un prezzo di mercato non obbliga a fornire gli ulteriori dettagli previsti alla lettera b-bis), [articolo 2427-bis](#), comma 1, n.1, cod. civ..

Il mercato mobiliare italiano è ricco di strumenti finanziari derivati quotati sia di tipo simmetrico (ad esempio i *future* sui cambi o sulle materie prime) sia di tipo asimmetrico (ad esempio opzioni su azioni, *credit default swap* solo per citarne alcuni).

Il Legislatore ha poi previsto la possibilità di stimare il *fair value* di un derivato non quotato come somma dei prezzi degli strumenti quotati che idealmente compongono il derivato ad esempio *un future* sul petrolio con 3 scadenze semestrali successivi può essere scomposto in 3 *future* il primo con scadenza 6 mesi, il secondo 12 mesi e il terzo 18 mesi. In questo caso, pur non essendo quotato il *future* con 3 scadenze si può agevolmente ricostruirne il valore.

Una seconda possibilità concessa dal Legislatore è quella di fare riferimento a uno strumento analogo. L'analogia deve essere misurata rispetto ai risultati che il derivato consente di ottenere. Ad esempio, un *Interest Rate Swap* semplice fisso contro variabile è analogo alla somma di un *cap* e di un *floor* con lo stesso tasso *strike* pari al tasso fisso dell'Irs e con medesime scadenze e modalità di calcolo dei flussi. Nell'ipotesi che l'Irs non sia quotato ma che lo siano il *cap* e il *floor* la somma dei due prezzi di mercato costituisce un *fair value* che, per analogia, possiamo applicare all'Irs.

Il ricorso ai prezzi di mercato rimane tuttavia molto facilmente riscontrabile nei bilanci di istituzioni finanziarie e di imprese di maggiori dimensioni che possono costruire gli strumenti desiderati partendo da quanto disponibile sul mercato.

Le imprese di dimensioni minori hanno invece esigenze più specifiche e mirate sia nella copertura dei rischi sia negli investimenti in derivati che rende difficile l'utilizzo di prodotti "standard" a mercato. Solitamente i derivati sottoscritti da tali imprese hanno come controparte un istituto di credito (sovente lo stesso che finanzia la società) il quale ha costruito il derivato "su misura" per l'impresa.

Questi prodotti, noti come *over the counter* (non quotati), richiedono la stima del *fair value* attraverso modelli matematici e tecniche valutative che secondo il Legislatore devono approssimare ragionevolmente il valore di mercato. In altri termini, in assenza di un prezzo di mercato, i modelli

utilizzando parametri e tecniche statistiche ipotizzano un prezzo teorico al quale il derivato potrebbe essere scambiato.

Infine, in Nota integrativa dovranno essere richiamati gli assunti fondamentali di tali modelli e tecniche valutative.

Il significato economico del *fair value*

Uno degli elementi fondamentali che individuano un derivato è costituito dal regolamento del contratto a data futura. Con ciò si intende che al momento della sottoscrizione del derivato non è noto quale delle parti ne trarrà vantaggio a scadenza.

Si supponga, per finalità esplicative, che il derivato sia un contratto *forward* che prevede che fra 3 mesi una parte venda USD 2.000 e l'altra paghi EUR 1.750. Dato un cambio corrente pari a EUR 1.670, il mercato ipotizza che il dollaro andrà ad apprezzarsi sull'euro. Alla scadenza del derivato se USD 2.000 potranno essere scambiati sul mercato EUR 1.700 la parte che compra dollari guadagna perché investe solo EUR 1.700 per comprare i dollari che poi venderà a EUR 1.750. Il profitto è pertanto pari a 50 euro al lordo di eventuali commissioni. Nel caso in cui il valore di mercato sia superiore a EUR 1.750 per USD 2.000 la parte che vende dollari guadagna.

Il problema è come stimare il *fair value* (noto anche come *mark-to-market*) del derivato nel corso della sua vita ovvero prima della scadenza. Qualunque modello di valutazione ricostruisce l'effetto (*payout*) del derivato a scadenza sulla base dei parametri correnti di mercato. Se, al momento della valutazione, il tasso di cambio atteso (cambio *forward*) a scadenza è inferiore a EUR 1.700 per USD 2.000, il *fair value* del contratto sarà favorevole alla parte che acquista dollari, in caso contrario il *fair value* sarà favorevole alla parte acquirente. Il profitto atteso, essendo futuro, dovrà essere opportunamente attualizzato al momento della valutazione. Poiché elemento centrale della valutazione è un parametro di mercato (il cambio *forward*) continuamente mutevole anche il *fair value* del derivato cambia continuamente durante la sua vita.

Esempio analogo può essere ricostruito con riferimento a una opzione su una azione. Si ipotizzi che un investitore abbia acquisito una opzione con scadenza 12 mesi che consente di acquistare azioni a un prezzo *strike* di 5 euro e che attualmente l'azione quoti 4,7 euro. La controparte ha venduto l'opzione a un prezzo di 20 centesimi di euro. Allo scadere dell'anno, se il prezzo sarà superiore a 5 euro – ad esempio 6 euro, l'investitore che possiede l'opzione la esercita e ottiene un profitto lordo pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione e il prezzo *strike* ovvero 1 euro. Il profitto netto sarà pari a 0,8 euro ovvero il 1 euro meno il prezzo dell'opzione 0,2 euro. Se il prezzo è invece inferiore a 5 euro,

l'opzione non viene esercitata e l'investitore perde 0,2 euro che simmetricamente guadagna il venditore dell'opzione. Durante i 12 mesi di vita dell'opzione, il prezzo dell'azione sottostante può molto variare e conseguentemente varia il *fair value* che nuovamente non è altro che il valore attuale al momento della valutazione del profitto lordo ottenibile dall'opzione. In assenza di prezzi di quotazione, si utilizzano modelli matematici molto complessi che utilizzano molteplici parametri di mercato quali il prezzo corrente dell'azione, la volatilità dei prezzi e il tasso di interesse privo di rischio.

Anche in questo caso il *fair value* varia al variare dei parametri di mercato.

Nell'ipotesi in cui sia stata acquistata una opzione con più scadenze, ad esempio 3 esercitabili separatamente ogni 6 mesi, il *fair value* dell'opzione sarà costituito dalla somma del *fair value* delle 3 opzioni singole che costituiscono il contratto complessivo.

In sintesi e provando a definire una regola generale si può affermare che il *fair value* di un qualsiasi strumento finanziario derivato non è altro che il valore attuale di tutti gli effetti futuri del contratto alla data della valutazione utilizzando i dati correnti di mercato.

La valutazione di un *Interest rate swap (Irs)*

Evidenze statistiche, già richiamate nel precedente lavoro, mostrano che le imprese italiane hanno prevalentemente sottoscritto strumenti finanziari derivati con sottostante il tasso di interesse e di tipo simmetrico.

Il funzionamento dell'Irs è già stato descritto in dettaglio nel precedente articolo per cui si tratta ora di ricostruire il processo di valutazione per meglio comprendere il significato delle informazioni che ci vengono fornite dall'istituto di credito che è la tipica controparte contrattuale.

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

Alla data di sottoscrizione, l'Euribor 3M è pari allo 0,8% ma la società teme che possa crescere nel corso dell'anno per cui sottoscrive un Irs con un nozionale di 75.000 euro in modo da azzerare il rischio di tasso legato alla componente Euribor (lo *spread* è già fisso e non rileva ai presenti fini).

A ogni scadenza contrattuale, la società pagherà il tasso fisso pari all'1,79% mentre l'istituto di credito pagherà un tasso pari al valore rilevato dell'Euribor 3M.

In questa tipologia di contratti, è importante conoscere la formula di calcolo degli interessi per ciascun periodo che in linea teorica è la seguente:

Interessi = capitale residuo × tasso di interesse × numero di giorni del periodo

Il calcolo del numero dei giorni del periodo dipende dalle convenzioni di calcolo indicate nel contratto. In questo esempio ipotizziamo che siano 90/360 fissando un numero di 30 giorni convenzionali per ogni mese e un anno di 360 giorni. Poiché le scadenze sono trimestrali, il numero di giorni è pari a 90 per ciascun periodo.

In alternativa la modalità di calcolo può essere ACT/360 (o anche ACT/365). In tal caso si considerano i giorni effettivi che compongono il periodo di interessi per cui ad esempio il primo trimestre di un anno non bisestile è composto da 90 giorni mentre il secondo da 91 giorni.

Ai fini della stima del *fair value* non è possibile avvalersi di un prezzo di mercato, di componenti del contratto con un prezzo di mercato o di prodotti analoghi per cui si rende necessario utilizzare un modello di valutazione che possa permettere di calcolare il valore attuale degli effetti economici futuri del derivato.

Poiché l'Irs si riduce a uno scambio (*swap*) di flussi calcolati sulla base di un tasso fisso (il tasso *swap*) e di un tasso variabile futuro, per determinare gli effetti economici dell'Irs è necessario stimare il valore futuro del tasso Euribor 3M a ciascuna delle scadenze contrattuali.

Tale stima può essere effettuata utilizzando:

- il modello dei tassi *forward* (spesso indicati come Fra ovvero *Forward rate agreement*);
- i modelli del tasso a breve quali ad esempio il modello di *Cox, Ingersoll, Ross* oppure *Hull, White* a uno o due fattori.

Il modello dei tassi *forward* (sviluppato di seguito) può essere applicato da chiunque abbia una familiarità con il tema e abbia disponibilità dei dati di mercato mentre i modelli del tasso a breve richiedono conoscenze avanzate di tipo finanziario, matematico e statistico e la disponibilità di *software* complessi e dedicati.

Il calcolo dei tassi *forward* richiede preliminarmente la disponibilità della curva dei tassi a scadenza.

La successiva tabella riporta la curva rilevante per il nostro esempio alle diverse scadenze contrattuali.

	Curva dei tassi a scadenza				
	1° gennaio	31 marzo	30 giugno	30 settembre	31 dicembre
3M	0,80%	0,95%	1,10%	1,05%	1,15%
6M	1,10%	1,12%	1,18%	1,15%	1,25%
9M	1,30%	1,35%	1,40%	1,35%	1,45%
12M	1,45%	1,50%	1,58%	1,51%	1,62%
2A	1,80%	1,95%	2,11%	2,00%	2,20%

La curva riporta il valore del tasso di interesse per diverse scadenze (3, 6, 9 e 12 mesi e 2 anni). I valori sono quelli effettivi di mercato a ogni scadenza, dai quali si può notare che l'incremento dei tassi si verifica per tutte le scadenze del periodo esaminato.

Ovviamente la tabella così come riportata non è conoscibile al momento della sottoscrizione (è nota solamente la curva al 1° gennaio); la tabella è completa per soli fini espositivi.

I tassi di riferimento fino a 12 mesi sono costituiti dall'Euribor (alle diverse scadenze) che rappresenta il tasso al quale i principali intermediari finanziari si scambiano denaro. Può essere interpretato anche come il minimo costo della raccolta sul mercato per la banca.

L'Irs viene sottoscritto l'1° gennaio quindi la curva rilevante per la stima del *fair value* in sottoscrizione è la prima. Dalla curva si legge che a quella data il costo del debito a 3 mesi è dello 0,8%, per 6 mesi del 1,10% e così via. L'incremento dei tassi per le scadenze più lontane nel tempo è normale poiché incorpora una maggiore porzione di rischio (noto come rischio scadenza) per remunerare il finanziatore per la maggiore probabilità di insolvenza.

Per la stima del *fair value* deve però essere conosciuto il valore previsto dell'Euribor 3M alla data di prima rilevazione ovvero il 31 marzo quando verranno calcolati i differenziali ma all'1° gennaio quel valore è futuro e quindi incognito. Per stimarlo si ricorre alla curva, costruendo i tassi *forward* impliciti nella curva stessa.

Il tasso a 6 mesi (periodo da gennaio a giugno), pari al 1,10%, può essere interpretato come un tasso medio tra quello per i primi 3 mesi (noto e pari al 0,80%) e quello per i successivi 3 mesi (da aprile a giugno) che corrisponde al tasso *forward*.

Si può facilmente verificare che il tasso previsto nella curva per il periodo da aprile a giugno e quindi equivalente a una stima dell'Euribor 3M al 31 marzo è pari all'1,4%. Infatti, la media aritmetica tra 0,8% (tasso del periodo da gennaio a marzo) e 1,4% (tasso *forward* da aprile a giugno) è pari all'1,1% ovvero il tasso che pagherebbe una società che si finanzia all'Euribor 6M per il periodo da gennaio a giugno.

La formula più generale per la stima del tasso *forward* è la seguente:

Tasso *forward* al tempo $x = [(1 + \text{tasso al tempo } x+1)^{x+1} / (1 + \text{tasso al tempo } x)^x]^{1/(x+1-x)} - 1$

Nel nostro caso avremmo dovuto scrivere:

- al posto del tasso al tempo $x+1$ il valore 1,1% (Euribor 6 mesi);
- al posto di $x+1$ ovvero la scadenza, il numero di giorni rapportato a 360 giorni e quindi $180/360 = 0,5$
- al posto del tasso al tempo x il valore 0,8% (Euribor 3 mesi);
- al posto di x $90/360 = 0,25$

La tabella che segue riporta il valore del tasso *forward* per le diverse scadenze e per tutte le date rilevanti ai fini della stima del *fair value*.

	Curva dei tassi forward				
	1° gennaio	31 marzo	30 giugno	30 settembre	31 dicembre
3M	1,40%	1,29%	1,26%	1,25%	1,35%
6M	1,70%	1,81%	1,84%	1,75%	1,85%
9M	1,90%	1,95%	2,12%	1,99%	2,13%
12M	2,15%	2,40%	2,64%	2,49%	2,78%

Il tasso *forward* non è una vera e propria previsione del futuro valore dell'Euribor 3M ma indica le aspettative di tasso che possono essere lette implicitamente nella curva dei tassi a scadenza alla data della valutazione.

È ora possibile determinare gli effetti economici attesi dall'Irs sulla base dei dati di mercato alla data di valutazione.

La tabella successiva mostra lo sviluppo dei calcoli per la stima del *fair value* al 1° gennaio.

Scadenze	Nozionale	Tasso variabile	Tasso fisso	Pagamenti banca	Pagamenti società	Differenziali lato società	Fattore di attualizzazione	Differenziali attualizzati
31 marzo	75.000	1,40%	1,79%	263	335	-72	1,0020	-72
30 giugno	75.000	1,70%	1,79%	319	335	-16	1,0055	-16
30 settembre	75.000	1,90%	1,79%	357	335	21	1,0097	21
31 dicembre	75.000	2,15%	1,79%	403	335	68	1,0145	67
							Fair value	0

La prima colonna riporta le scadenze contrattuali per le quali si dovrà stimare il flusso atteso derivante dall'Irs. La seconda colonna mostra il nozionale (o anche capitale di riferimento) che costituisce l'importo virtuale sul quale sono calcolati gli interessi. Nell'esempio è pari a 75.000 euro in quanto viene fatto coincidere con l'ammontare del finanziamento nell'ipotesi di copertura del rischio di tasso.

La terza colonna riprende il valore dei tassi *forward* stimati in precedenza alla data del 1° gennaio. Questo è il tasso che dovrà pagare l'istituto di credito.

La quarta colonna riporta invece il tasso fisso a carico della società.

La colonna pagamenti banca calcola il flusso di interessi dovuto dall'intermediario alla società, applicando la formula riportata sopra. Analogamente vengono calcolati, per ciascuna scadenza gli importi dovuti dalla società alla banca.

I differenziali a carico della società sono negativi per i primi due periodi e positivi per quelli successivi. Poiché i differenziali verranno realizzati successivamente alla data di valutazione dovranno essere attualizzati al tasso a scadenza.

La formula per la costruzione del fattore di attualizzazione è la seguente:

Fattore di attualizzazione al tempo $x = (1 + \text{tasso a scadenza al tempo } x)^{x/360}$

Il primo fattore di attualizzazione riguarda il 31 marzo ovvero a distanza di 90 giorni dalla valutazione (tempo x). Il tasso a scadenza è l'Euribor 3M al 1° gennaio ovvero il 0,80% (da leggere sulla curva a scadenza). Nella potenza al posto di x si dovrà riportare 90 in modo da elevare a 0,25.

Quanto più i flussi sono vicini alla data di valutazione tanto più il fattore si avvicina a 1 mentre quanto più si allontanano tanto più il fattore aumenta.

Il *fair value* si ottiene per somma algebrica dei flussi netti attualizzati per ogni scadenza.

Nel caso analizzato, il *fair value* dell'Irs è esattamente pari a 0 ovvero il valore teorico che dovrebbe avere un Irs tra controparti con uguale rischio di insolvenza. Ne deriva anche che il tasso di mercato coincide con quello del contratto.

Ovviamente il *fair value* dell'Irs è uguale a 0 solamente il 1° gennaio ma successivamente, al variare della curva dei tassi a scadenza come riportato nella tabella precedente, il *fair value* dell'Irs cambia.

Il *fair value* è influenzato dalla posizione ma anche dalla pendenza della curva dei tassi.

Ad esempio, il 1° aprile, dopo la prima scadenza contrattuale, l'Irs assume valore negativo per la società per 57 euro, il 1° giugno è diventato negativo per 55 euro mentre il 1° ottobre è ancora negativo ma solo per 33 euro.

Il motivo di tale andamento si legge sulla curva, l'Euribor 3 mesi è crescente ma la crescita non è tale da attivare la copertura per cui il tasso fisso rimane sempre superiore al tasso variabile effettivo ovvero l'Euribor 3M è sempre inferiore all'1,79%.

Proprio le modalità di stima del *fair value* e il rischio scadenza che determina una inclinazione positiva della curva fanno sì che la copertura del rischio di tasso si attivi solo in presenza di significativo rialzo dei tassi maggiore di quello che si rileva nell'esempio.

Infine, andrà notato che difficilmente il *fair value* in sottoscrizione di un derivato ha valore nullo ma solitamente l'intermediario applica un tasso fisso più elevato di quello di mercato (nell'esempio maggiore di 1,79%) poiché trattiene una remunerazione che comprende:

- il *mark-up* per il servizio (è il profitto netto per la banca);
- il costo per l'eventuale ricopertura del rischio presso altri intermediari;
- la remunerazione del rischio di credito di controparte.

L'ultimo punto rappresenta il rischio che una delle controparti contrattuali non esegua la prestazione a termine, ovvero nel nostro caso non paghi gli interessi. È quindi assimilabile alla probabilità di fallimento.

Nei contratti dove una parte contrattuale è una banca si presume che essa non abbia un rischio di controparte mentre la società è più probabilmente fallibile. In tali casi l'intermediario copre questo rischio applicando una commissione tanto più alta quanto minore è il merito creditizio della società.

Ne deriva che questa seconda componente è variabile e può anche arrivare da sola allo 0,30% - 0,40% del nozionale. In questo caso un tasso fisso che ragionevolmente può essere proposto alla società è pari a 1,90-1,95% che comporta un *fair value* sfavorevole per la società fin dalla sottoscrizione.

Quando il derivato assume la forma dell'opzioni su tassi di interesse (*cap* e *floor*) il *fair value* si calcola utilizzando modelli simili a quelli già descritti per le opzioni in generale.

In questo caso i fattori influenti sono il tasso di interesse atteso, la volatilità del tasso di interesse e la curva dei tassi a scadenza. Il modello di valutazione più comune è quello di *Black* che deriva da quello più generale di *Black, Scholes e Merton*.

La natura delle stime di *fair value* accoglibili in bilancio

La complessità della stima in molteplici circostanze ha indotto i redattori del bilancio a interrogarsi in merito alla natura che le stime devono avere perché i risultati possano essere accolti in bilancio.

In molti casi la società si è orientata verso una stima esterna e indipendente del *fair value* che costituisce sicuramente la soluzione più corretta nei casi più delicati di derivati non quotati.

Tuttavia, quando la controparte del derivato è costituita da un intermediario finanziario, esso ai sensi dell'[articolo 119](#), TUB è sottoposto a un obbligo di comunicazione periodica alla clientela che nel caso degli strumenti finanziari ha periodicità mensile e riguarda proprio il *fair value*.

Tale valore, pur se derivante da una controparte contrattuale, può essere ritenuto accoglibile in quanto la banca rimane comunque un istituto soggetto a vigilanza ed esso viene fornito a fronte di un obbligo di legge, il che porta a ritenere che sia calcolato in modo sufficientemente preciso e imparziale.

La comunicazione periodica, pur variando da istituto ad istituto, contiene normalmente indicazioni metodologiche sufficienti a rispondere alla informativa prevista dall'[articolo 2427-bis](#), cod. civ. comma 1 lettera *b-bis*) come riportato sopra.

Rimane opportuno, a parere di chi scrive, che situazioni nelle quali i derivati assumano un peso particolare per importi e variabilità potenziale nel tempo siano oggetto di maggiore attenzione e che quindi si ricorra a valutazioni effettuate da professionisti indipendenti in grado di fornire i dettagli da riportare in Nota integrativa.