

## II

# COMPETIZIONE E REGOLAMENTAZIONE SETTORIALE NELL'EUROPA ALLARGATA



*La competitività delle imprese europee  
in funzione dell'adozione  
degli "International Accounting Standards"  
tra condizioni disomogenee di accesso al credito  
e ricorso a strumenti derivati*

di Flavio Borghese

*L'introduzione degli "International Accounting Standards" ("IAS") richiede alle imprese europee di adeguare i propri sistemi contabili alle nuove direttive europee, largamente condivise. Rimangono alcuni punti ancora da chiarire per la loro complessità e per la rilevanza che avranno sull'utilizzo degli strumenti derivati. Se le imprese europee sapranno adeguarsi velocemente agli IAS ci sono ottime probabilità che non soltanto il combinato IAS e "Basilea 2" non influisca negativamente sulle imprese europee, ma possa piuttosto fornire un elemento di competitività nel mercato interno e a livello globale. I rischi finanziari, cui sono soggette le imprese, possono essere coperti dai derivati in modo efficace, se correttamente utilizzati.*

*Gli "International Accounting Standards" e il processo di adozione a livello europeo*

Il funzionamento del mercato interno dell'Unione e la tutela della concorrenza tra le imprese dei diversi paesi membri richiedono l'adozione di regole certe e condivise in materia di criteri contabili e trattamento delle singole poste di bilancio, evitando così che alcune imprese possano essere favorite da una contabilità permissiva e altre danneggiate da una restrittiva e, soprattutto, consentendo agli altri soggetti economici – primi tra tutti i risparmiatori – di poter fare riferimento al bilancio d'e-

esercizio per il reperimento delle informazioni aziendali veritiere e corrette. In tal modo, il bilancio d'esercizio assume a ruolo fondamentale nell'ambito della comunicazione aziendale e diventa un fattore di competitività e sviluppo per le imprese europee in un'ottica di scambi finanziari transfrontalieri e internazionali sempre più rilevanti rispetto a quelli nazionali.

In particolare, l'UE ha lavorato per armonizzare l'informazione finanziaria delle società europee quotate in borsa, a tutela del pubblico risparmio e a garanzia della fiducia degli investitori istituzionali nel mercato finanziario europeo. Per impulso della Commissione nel giugno del 2000<sup>1</sup>, veniva accolto l'indirizzo ad armonizzare i principi contabili e il metodo di redazione del bilancio d'esercizio: la data del 2005 fu allora fissata quale limite per l'adeguamento delle imprese all'obbligo di redigere il bilancio consolidato in conformità ai principi contabili internazionali, gli *International Accounting Standards* (IAS). La definizione degli IAS compete all'*International Accounting Standards Board* (IASB) di Londra presso il quale è prevista una rappresentanza della Commissione.

Con successivi regolamenti, il Parlamento e la Commissione sullo scorcio del 2004 hanno previsto<sup>2</sup> l'applicazione dei principi contabili internazionali e la successiva adozione degli IAS – a partire dal 1° gennaio 2005 – ai fini di un migliore funzionamento del mercato interno, obbligando le società quotate – sebbene la prossima estensione anche alle non quotate sia quantomeno prevedibile – ad applicare un insieme unico di principi contabili internazionali di elevata qualità.

Il fondamento che regola l'adozione degli IAS è rappresentato dalla necessità di offrire un'autentica ed equa visione della

<sup>1</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione del 13 giugno 2000: *“La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire”* e successivo accoglimento del Consiglio Ecofin del 17 luglio 2000.

<sup>2</sup> Cfr. Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali, e il Regolamento (CE) n. 1725/2003 della Commissione del 29 settembre 2003, che adotta taluni principi contabili internazionali, conformemente al regolamento (CE) n.1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio.

posizione finanziaria e delle prestazioni dell'impresa. È previsto che la Commissione, nel recepire i principi elaborati dallo IASB, debba tener conto del fatto che occorre evitare che i suddetti standard possano in qualche modo sfavorire le imprese europee nella concorrenza con le imprese non europee. Tuttavia, rimane irrisolta la questione di alcuni punti – sui quali ampio è stato il confronto, non solo tra tecnici – in quanto riferiti a contabilità, pubblicità e valutazione degli strumenti finanziari, con particolare interesse per gli strumenti finanziari derivati. Pertanto, gli IAS sono stati introdotti mantenendo l'eccezione dello IAS 32 (esposizione nel bilancio e informazioni integrative degli strumenti finanziari) e dello IAS 39 (valutazioni degli strumenti finanziari, oltre che delle interpretazioni che vi si riferiscono)<sup>3</sup>.

Lo IAS 39 rappresenta, in effetti, uno snodo fondamentale per il raggiungimento dell'obiettivo di trasparenza che l'adozione dei principi contabili internazionali si propone. Nell'attuale formulazione, gli strumenti finanziari derivati, tradizionalmente contabilizzati in base al costo storico, dovranno essere iscritti al conto economico al loro *fair value*, determinando così una rilevante volatilità del risultato netto. Dopo notevoli pressioni – originate da parte delle associazioni delle imprese e delle banche – rispettivamente tese a evitare da un lato, un contingentamento delle operazioni finanziarie consentite alla gestione aziendale e, dall'altro, una costrizione del mercato più florido degli ultimi dieci anni, quello dei derivati; lo IASB ha annunciato recentemente che intende modificare lo IAS 39 al fine di consentire il *macro-hedging*. Il *macro-hedging* implica l'utilizzo di un unico strumento derivato per coprire diverse posizioni, imputando i profitti o le perdite associate tanto alla copertura, quanto alla sottostante posizione a una voce separata dello stato patrimoniale ed è utile soprattutto alle banche e alle assicurazioni. Effetto collaterale non secondario di questo recente orientamento è l'aumento della volatilità del risultato economico; seppure lo IASB abbia previsto che per la corretta impu-

<sup>3</sup> I principi IAS 32 e 39 sono attualmente oggetto di revisione da parte dello IASB, in collaborazione con l'*European Financial Reporting Advisory Group*, e con essi le interpretazioni SIC 5, SIC 16 e SIC 17.

tazione di ciascun derivato debba essere dimostrata l'efficacia di copertura entro i limiti dell'80% e del 120%.

Proprio lo IAS 39 è stato uno dei principali motivi di ritardo del percorso verso l'adozione dei principi contabili internazionali: Francia, Italia, Spagna e Belgio si sono strenuamente opposte all'adozione dello IAS 39, nella sua formulazione originaria, in quanto hanno ritenuto che questa sarebbe stata lesiva della competitività delle proprie imprese nazionali.

La riunione dell'*Accounting Regulatory Committee* (ARC), ovvero il comitato politico che raggruppa gli esperti dei 25 membri dell'Unione e della Commissione europea, tenutasi nel giugno 2004, era considerata come un punto di svolta nella soluzione del problema dello IAS 39. Tuttavia, il verdetto politico non è stato unanime e si è rimandata la soluzione della questione alla fine del 2004, investendo direttamente il presidente dello IASB, Sir David Tweedie, dell'incarico di preparare una nuova presentazione del criterio contabile tanto discusso. Sebbene ancora non tutti i dubbi relativi allo IAS 39 siano stati chiariti ufficialmente, tuttavia l'interpretazione generalmente condivisa dalle maggiori società di consulenza internazionali, a partire dall'inizio del 2005, è stata quella di applicare lo IAS 39 nel modo più severo: cioè portando a conto economico al loro *fair value* gli strumenti derivati che non superano il "test di efficacia" e non possono quindi essere considerati a copertura di altre poste di bilancio.

*L'adozione degli IAS può essere un vantaggio competitivo per le imprese europee?*

Il fatto che l'adozione degli IAS possa rappresentare per le imprese europee un vantaggio competitivo ad un tempo e che altresì possa favorire la competitività del mercato interno, dipende certamente dal grado di preparazione che le imprese hanno sviluppato per essere *IAS compliant*, ovvero preventivamente allineate alle regole che saranno introdotte. Però, non tutte le imprese europee sono, ad oggi, ugualmente *IAS compliant*: le società tedesche si trovano a uno stadio di preparazione avanzato,

poiché in molti casi già applicano i principi contabili del *Financial Accounting Standard Board (FASB)* statunitense e in particolare applicano il FAS 133, equivalente semplificato dello IAS 39. Altre imprese europee, tipicamente quelle dell'Europa del Sud, non solo non hanno finora adottato criteri contabili che le possano agevolare nel percorso verso una contabilità *IAS compliant*, bensì hanno utilizzato gli strumenti finanziari derivati spesso non a copertura di posizioni, ma piuttosto con fini speculativi.

Inoltre, l'adozione degli IAS deve essere anche valutata alla luce dell'avvento – previsto nel 2007 – dell'accordo “Basilea 2”, il quale prevede l'introduzione dei requisiti patrimoniali per il settore bancario preparati dal Comitato di Basilea<sup>4</sup>: il presente scenario prevede quindi, da un lato, una contabilità regolata dagli IAS e dall'altro, condizioni disomogenee di accesso al credito, determinate dalla difficoltà di ottenere finanziamenti dalle banche per le imprese meno virtuose, a prescindere dal premio pagato al mercato in termini di margini<sup>5</sup>. La disomogeneità deriva proprio dal rischio di contingentamento del credito: in questo modo inducendo il sistema creditizio a favorire involontariamente un effetto prociclico istigando le banche a ridurre l'erogazione del credito proprio nella fase congiunturale in cui le società ne hanno maggior bisogno, secondo il vecchio, ma mai abbandonato, brocardo bancario per il quale “i soldi si prestano a chi c'è li ha”.

Il combinato di “Basilea 2” e IAS certamente determinerà per le società europee una rivoluzione copernicana, non soltanto in tema di contabilità, ma anche riguardo alla gestione finanziaria allargata, quella che finora è stata spesso divisa tra opera-

<sup>4</sup> L'attuale accordo di Basilea è in vigore dal 1992 e mira a promuovere la solidità e la sicurezza del sistema bancario internazionale mediante l'imposizione di un requisito patrimoniale minimo a tutte le istituzioni bancarie mondiali.

<sup>5</sup> In condizioni omogenee di accesso al credito i margini applicati a diverse classi di rischio rappresentano l'equilibrio del mercato del credito. Le imprese virtuose sono favorite da margini ridotti; mentre quelle che hanno un maggiore rischio creditizio devono pagare margini maggiori. Il *default* delle imprese in crisi rappresenta il naturale funzionamento del mercato, che seleziona i soggetti economici sani ed elimina quelli decotti.

tività “sopra la linea” e “sotto la linea”. In effetti, negli ultimi dieci anni, si è assistito a una esplosione dell’attività in strumenti finanziari derivati da parte delle imprese industriali: il trattamento contabile di queste operazioni, tuttavia, è stato spesso lasciato alla decisione del *management* delle singole imprese.

È accaduto, infatti, che – a fronte di una moltitudine delle oltre 7.000 imprese europee quotate, che hanno trattato prudenzialmente le operazioni di finanza derivata – vi sia stata una parte, seppure minoritaria, che le ha gestite in modo aleatorio: ad esempio, ponendole nei conti d’ordine e quindi “sotto la linea” di bilancio<sup>6</sup>. Tale comportamento è stato molto accentuato nell’ambito delle medie imprese non quotate. In molte occasioni, si è verificato un caso di sconfinamento nel conto economico: oltre alla gestione finanziaria e straordinaria proprie, fondamentali per la determinazione del risultato netto e degli indici di bilancio che ne utilizzano i dati, primi tra tutti gli oneri finanziari, le imprese hanno mantenute alcune poste fuori bilancio, in quanto derivati finanziari. Queste voci – che pure avevano un valore a mercato non nullo – sarebbero opportunamente potute essere associate alle relative operazioni sottostanti, comprese nella gestione finanziaria, oppure – qualora i derivati finanziari non fossero stati direttamente associabili ad alcuna posizione sottostante – sarebbe stato opportuno includerle, a valore di mercato, nel patrimonio finanziario delle imprese.

Premesso quindi che, prima dell’entrata in vigore degli IAS, non è possibile stabilire l’entità delle operazioni in essere in derivati finanziari per le società europee quotate, e tanto meno per le non quotate, è condivisibile ritenere che l’adozione degli IAS possa rappresentare un vantaggio competitivo per le imprese europee.

<sup>6</sup> Con gli IAS tutte le attività o passività finanziarie precedentemente considerate come “*off-balance sheet items*” sono classificate come liquidabili e valutate al *mark to market* con gli eventuali guadagni e perdite portati a stato patrimoniale: quando il guadagno o la perdita si realizzino, essi sono portati da stato patrimoniale a conto economico. L’implementazione dello IAS 39, ancora allo studio, potrà seguire due approcci: il *Fair Value Hedge* o il *Cash Flow Hedge*. Nel primo caso il *mark to market* dei derivati è immediatamente riportato a conto economico, nel secondo transita dallo stato patrimoniale, cercando di ridurre la volatilità del conto economico.

Un vantaggio perché i loro bilanci certificati e *IAS compliant* diverranno le migliori credenziali non soltanto per il reperimento di fonti di finanziamento, ma anche per quegli investitori mondiali, soprattutto nordamericani nel breve periodo e asiatici nel medio, che vorranno acquisire società in Europa oppure partecipare (mediante operazioni di *joint venture*) all'attività delle imprese europee.

Gli IAS determineranno plausibilmente una separazione tra imprese facilmente classificabili per categorie di rischiosità, in quanto *IAS compliant*, e imprese extra-europee a rischiosità variabile. Le medie imprese europee saranno incoraggiate dalle normative nazionali ad allinearsi al sistema IAS, oppure a un sistema meno rigido e semplificato che comunque non tradisca gli obiettivi degli IAS. Non è da escludere che saranno previste agevolazioni per le imprese *IAS compliant* tanto da parte del sistema creditizio, mediante condizioni semplificate di accesso al credito, quanto dal sistema politico ed economico, mediante istituzione di barriere qualitative per le gare e gli appalti pubblici. Non si potrà parlare di protezionismo, essendo tali standard e gli altri principi contabili simili largamente condivisi a livello mondiale<sup>7</sup>: saranno semmai le imprese extra-europee a doversi adeguare, sviluppando così un ritardo sulla *IAS Complyancy*, il quale sarà ancora un fattore di vantaggio competitivo delle imprese europee.

### *Il recente sviluppo del mercato dei derivati in Europa: situazione di indebitamento delle medie imprese e copertura dei rischi associati alla gestione finanziaria.*

Il processo di innovazione finanziaria cui il mercato europeo dei capitali ha attraversato negli ultimi dieci anni ha reso incerti i confini tra strumenti di copertura e prodotti finanziari speculativi.

Fattore comune nella maggior parte dei paesi europei è stato il ricorso a strumenti derivati sia per la copertura dei rischi finanziari, dipendenti dalla gestione a medio e lungo termine del-

<sup>7</sup> Simili normative sono adottate dalla *Securities and Exchange Commission* americana.

le imprese, ma anche per la copertura di rischi finanziari a breve termine e per finalità di tipo speculativo. Il mercato finanziario dei derivati ha rappresentato, per i gruppi bancari europei, un bacino floridissimo di clientela *corporate*: non soltanto i maggiori gruppi bancari europei si sono impegnati a negoziare prodotti derivati di copertura con i propri clienti, ma hanno promosso azioni di *marketing* verso quella clientela *corporate* che non era precedentemente affidata alle grandi banche e aveva rischi non coperti dalle istituzioni creditizie di minori dimensioni, non dotate di linee di prodotti strutturati e non capaci di gestirli e quotarli per la propria clientela.

Tale sviluppo del mercato ha alimentato un ampio dibattito sulla diffusione e la congruità del ricorso a strumenti derivati, anche in Italia<sup>8</sup>. Per meglio analizzare l'attuale situazione di indebitamento e di copertura dei rischi delle imprese, con particolare riguardo a quelle di medie dimensioni, occorre accennare brevemente alle caratteristiche dei prodotti derivati, distinguendo anzi tutto i principali rischi per i quali tali prodotti sono stati strutturati e commercializzati nei paesi dell'Unione.

- *Rischi di cambio*: riferiti a quelle imprese che hanno poste di bilancio denominate in valuta estera, in quanto, ad esempio, esportano i loro prodotti e servizi in paesi extra-europei oppure importano da essi materie prime.
- *Rischi di tasso d'interesse*: riferiti a tutte le imprese che emettono prestiti obbligazionari a medio e lungo termine, o semplicemente fanno ricorso al sistema creditizio, in modo tale da mantenere una giacenza media di finanziamenti, che di fatto si configura come un indebitamento a lungo termine.
- *Rischi di tasso d'inflazione*: sostenuti da quelle imprese fornitrici di prodotti e servizi il cui prezzo è stabilito da autorità esterne, in funzione dell'andamento di indici correlati al tasso di inflazione.
- *Rischi di credito*: sostenuti da tutte le imprese che, nell'ambito della propria gestione aziendale, concedono credito ad al-

<sup>8</sup> Cfr. L.Olivieri, "Derivati per le Pmi a rischio boomerang", *Il Sole 24 Ore*, 24 luglio 2004; I.Bufacchi, "Coperture nuove per Pmi", *Il Sole 24 Ore*, 19 agosto 2004 e *Eadem*, "Faro Consob sui derivati alle Pmi", *Il Sole 24 Ore*, 3 settembre 2004.

tre imprese, ad esempio ai propri fornitori, oppure investono parte della liquidità in esubero in attività finanziarie non emesse da istituzioni sovra-nazionali.

I rischi di cambio e di tasso sono quelli, fra i rischi qui ricordati, per i quali più diffusamente sono stati strutturati i prodotti derivati. Inoltre, i prodotti derivati che sono stati utilizzati dalle imprese per coprire i rischi di cambio sono generalmente combinazioni di opzioni su cambi, che tendono ad assicurare livelli minimi e massimi di un singolo tasso di cambio: i margini applicati su questi prodotti sono molto ridotti e i prezzi trasparenti. I prodotti derivati utilizzati a copertura dei rischi su tassi d'interesse rappresentano la parte maggiore dei derivati negoziati dalle imprese<sup>9</sup>: molti gruppi bancari prevedono oggi che assieme alla concessione di un finanziamento, in particolare a tasso variabile, debba essere associato un prodotto derivato di copertura.

L'offerta di derivati su tasso d'interesse è cresciuta negli ultimi dieci anni in misura esponenziale, sfruttando i migliori esperti finanziari e creando veri e propri centri di ingegneria finanziaria all'interno dei grandi gruppi bancari. I margini applicati su questi prodotti dipendono fortemente dalla durata del derivato e dal grado di comprensione dello strumento da parte delle diverse tipologie di clientela.

Finora non sono stati diffusamente commercializzati prodotti finanziari a copertura del solo rischio di tasso d'inflazione, ma piuttosto derivati ibridi, aventi caratteristiche di copertura su tassi d'interesse e in parte su tasso d'inflazione<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Ammontare nominale in essere in Italia dei contratti derivati per categoria di rischio al 30 giugno 2003 in miliardi di dollari:

<i>Categoria di Rischio</i>	<i>Forward e Swaps</i>	<i>Opzioni</i>	<i>Totale</i>
Cambi	197,7	38,1	235,8
Tassi d'interesse	3.126,6	439,1	3.565,7
Azioni e Mercati	3,9	114,6	118,5
<i>Totale</i>	3.328,2	591,8	3.920,0

(Fonte – Banca d'Italia)

<sup>10</sup> Se minore è stato l'interesse per prodotti di gestione del passivo, *liability management*, riferiti all'inflazione è pur vero che molte obbligazioni ven-

Il rischio di credito – divenuto molto popolare anche presso i risparmiatori a seguito dei casi Enron, Parmalat e simili – ha alimentato la negoziazione di derivati specifici di copertura su singoli crediti, come i *Credit Default Swap*, oltre che su panieri di crediti raggruppati per comparti industriali, come i *First to default Swap* e i *Basket Swap*.

Le diverse categorie di derivati hanno, quasi sempre, una caratteristica comune: si tratta di combinazioni più o meno complesse di singoli derivati il cui costo totale si annulla, i cosiddetti *zero cost*. È proprio questo il punto fondamentale che spiega il successo enorme che tali strumenti finanziari hanno ottenuto presso le direzioni finanziarie delle medie e grandi imprese europee. Dal momento che il derivato è uno strumento *zero cost*, in una redazione del bilancio precedente all'adozione degli IAS era possibile includerlo nelle poste "sotto la linea", ottenendo i vantaggi tipici della copertura del derivato, senza doversi preoccupare dell'effettivo valore del medesimo, il *mark to market*. Inoltre, il mercato dei derivati ha seguito la via, non sempre virtuosa, di una crescita dinamica e flessibile del tipo di derivati negoziati secondo le necessità della clientela.

In alcuni casi, tanto le società *corporate* clienti quanto le banche hanno avuto interesse a strutturare i derivati di copertura in modo tale da offrire al cliente un vantaggio finanziario immediato e spesso eccessivo, a fronte di una posizione finanziaria sbilanciata nel periodo residuale della durata del derivato.

Ad esempio, molte imprese hanno preteso, e molte banche hanno offerto, un *positive upfront*, ovvero il pagamento di un *cash flow* alla data di partenza del derivato: ciò deriva dal differimento ai *cash flow* futuri di una componente negativa<sup>11</sup> che bilancia il valore dell'*upfront*. Questa pratica può essere finanziariamente ritenuta condivisibile entro il limite in cui l'*upfront* sia una bassa percentuale del valore nominale del sottostante – ad

dute alle imprese, come pure ai risparmiatori, incorporano il tasso d'inflazione, determinando un sostanziale "acquisto di inflazione" dal lato dell'attivo che bilancia, a volte, l'implicita "vendita di inflazione" dal lato del passivo.

<sup>11</sup> Il *Net Present Value* (NPV) di un derivato è la somma dei *discounted cash flows* futuri, ovvero dei flussi finanziari futuri scontati ai rispettivi tassi di mercato per riportarli finanziariamente a un'unica data di valutazione.

esempio l'1% o il 2% – e rappresenti una quota del premio incassato dal cliente per la vendita di opzioni incluse nel derivato complesso. Ove invece la misura dell'*upfront* sia molto maggiore – e casi con incasso iniziale del 5% o del 10% si sono verificati – questo rappresenta effettivamente un nuovo finanziamento e necessariamente deprime il valore *mark to market* del derivato della stessa percentuale fin dall'inizio del contratto. È evidente che in uno scenario non *IAS compliant* questa pratica può determinare vantaggi notevoli alle imprese, liberando risorse finanziarie e portando “fuori bilancio” il valore di tali nuove fonti.

In questi casi, l'effettivo indebitamento dell'impresa è dato dal valore nozionale dei suoi finanziamenti oltre che dalla leva finanziaria prodotta mediante l'uso dei derivati, con la conseguenza di deprimere il contenuto informativo del bilancio d'esercizio e degli indici a esso associati. D'altro canto, se l'utilizzo dei derivati viene indirizzato in modo da essere uno strumento di copertura dei rischi, non solo non è opportuno demonizzare il ricorso a tali prodotti, ma, anzi, il loro mancato uso potrebbe indicare l'incapacità dell'azienda di gestire la propria esposizione ai rischi.

Il punto fondamentale è proprio questo: non solo le imprese europee dovranno adeguare la propria contabilità agli IAS, ma dovranno anche sfruttare le possibilità offerte dagli stessi per provvedere alle coperture dei rischi non industriali, pretendendo dal mercato creditizio la massima flessibilità e trasparenza. Il mancato ricorso all'utilizzo dei derivati sarà percepito come l'incapacità da parte dell'impresa di riconoscere i rischi finanziari del mercato; mentre l'uso consapevole e conservativo dei prodotti derivati, della generazione anche più sofisticata, è proprio un elemento fondamentale per assicurare una gestione efficiente in quanto i prodotti offerti dal mercato rispondano a caratteristiche tali da renderli, sostanzialmente, *IAS compliant*.

Flessibilità e trasparenza nel mercato dei derivati non sono un'utopica chimera finanziaria, ma sono gli obiettivi che permetteranno alle migliori banche di emergere, riducendo i margini, ma aumentando le operazioni negoziate, per esempio attraverso la destrutturazione dei prodotti complessi in opzioni semplici e la loro quotazione su mercati liquidi e regolamentati,

spostando l'attività dei derivati OTC (*over the counter*) sui derivati quotati. Anche i derivati più complessi possono essere de-strutturati in componenti semplici, consentendo da un lato alle piccole e medie imprese di diventare effettivamente “operatori qualificati” nella negoziazione e dall'altro alle banche di svolgere un ruolo di consulenza e non prettamente commerciale, in modo che il *mark to market* di ciascun derivato sia almeno approssimabile da parte delle singole imprese, che dovranno dotarsi di sistemi di valutazione *ad hoc*, eventualmente forniti dalle banche stesse e certificati dalle società di revisione.

Di contro, le imprese che sono in grado di analizzare le opzioni più complesse, dotandosi, ad esempio, di un ufficio di *risk management* interno, non devono essere discriminate in quanto ricorrono agli strumenti derivati, seppure questi prevedano rischi non associabili alle posizioni debitorie sottostanti o si configurino come pura speculazione, semmai devono destinare in modo pertinente a conto economico il *mark to market* delle loro posizioni in derivati, eventualmente prevedendo appositi fondi di riserva per la possibile svalutazione dei derivati, senza per questo deprimere la capacità della gestione finanziaria di contribuire al risultato economico dell'impresa.