

La valutazione degli strumenti finanziari e la composizione dei portafogli degli Oicvm

Le riflessioni relative alla valutazione degli strumenti finanziari sono assurde alla ribalta in un momento di grande tensione sui mercati finanziari, contraddistinti da elevata volatilità e scarsa liquidità. Le tematiche analizzate, se viste in assoluto e al di fuori dei contesti turbolenti quali quello attuale, sottolineano l'esigenza di garantire un'informativa contabile attendibile e corretta e di avere una composizione dei portafogli degli Oicvm adeguata ai requisiti imposti dall'attuale normativa.

**Massimo Paolo Gentili,
Gianmarco Maffioli**

Garlati Gentili & Partners

1 L'impatto dell'attuale crisi dei mercati

Il 2007 sarà sicuramente ricordato per la crisi, innestatasi nell'estate, attribuita ai così detti mutui subprime e a tutte le conseguenze che questa ha comportato. Non rientra nelle finalità del presente lavoro ricostruire le ragioni che hanno provocato tale crisi né commentare gli aspetti macroeconomici che ne hanno favorito una propagazione pressoché mondiale o, tanto meno, avanzare ipotesi in relazione ai potenziali prossimi sviluppi. Ci si soffermerà, piuttosto, sull'impatto che questo evento ha avuto sulle valutazioni degli strumenti finanziari, impatto che si è manifestato con particolare evidenza nei bilanci e nei rendiconti dei principali attori coinvolti dal fenomeno¹ e che ne ha condizionato le scelte.

I principali gruppi bancari operanti a livello globale hanno palesato, per l'anno 2007, risultati economico-finanziari largamente al di sotto delle attese, se non in netto peggioramento. Tale declino non può che far riflettere sugli effetti che un fenomeno quale quello dell'esplosione degli spread nei prodotti mortgage structured ha avuto sulla maggior parte degli operatori minacciando, in alcuni casi, la loro stessa continuità come accaduto alla banca britannica Northern Rock o al celebrato fondo comune di investimento Carlyle Capital.

Il tema della valutazione degli strumen-

ti finanziari, da sempre dibattuto², è da qualche mese oggetto di ulteriore profonda analisi da parte di tutti gli organismi che, in un modo o nell'altro, sono chiamati a esprimersi in tale materia, tra i quali lo Iosco³, il Comitato di Basilea⁴ e nel quadro nazionale la Banca d'Italia⁵. In tale contesto risultano particolarmente significativi i documenti predisposti dal Global Public Policy Committee⁶ e dal Center for Audit Quality⁷ aventi ad oggetto, rispettivamente, l'applicazione degli Ias/Ifrs⁸ (*Determining fair value of financial instruments under Ifrs in current market condition*) e gli Us-Gaap⁹ (*Measurements of fair value in illiquid (or less liquid) markets*). Entrambi i documenti hanno l'obiettivo di rappresentare le principali problematiche correlate alle valutazioni degli strumenti finanziari applicando i principi contabili di riferimento (Ias/Ifrs e Us-Gaap) e contestualizzando il problema nell'attuale situazione di mercato. Non si tratta di soluzioni operative o di interpretazioni particolari, come gli stessi redattori tengono a sottolineare, ma di strumenti utili al fine di aumentare la consapevolezza del problema.

Gli operatori dei mercati finanziari e tra questi anche gli organismi di investimento collettivo di valori mobiliari (Oicvm) che hanno presentato o che presentano tuttora esposizioni nei mercati finanziari attraverso debito, equity, strumenti finanziari derivati e attività finanziarie a leva hanno

¹ Si fa riferimento ai bilanci di esercizio e consolidati delle società e ai rendiconti di gestione dei Organismi di investimento collettivo del risparmio, oltre che alle altre informazioni finanziarie patrimoniali, obbligatorie e non, che sono periodicamente rese disponibili al mercato.

² Un resoconto molto interessante dei passati/attuali dibattiti nonché delle principali dinamiche che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari è presentato da J. Siegel, che in *Rendimenti finanziarie e strategie di investimento*, Il Mulino, Bologna, 2003, pone l'accento su come siano evolute le determinanti valutative nei mercati moderni.

³ Iosco (International organization of securities commissions)

l'organizzazione mondiale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, di cui la Consob fa parte si è espressa sulla attuale crisi dei mercati finanziari più che altro con finalità di ripristinare fiducia nel mercato dei titoli a reddito fisso.

⁴ Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, è un'organizzazione internazionale istituita dai governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati alla fine del 1974, che opera sotto il patrocinio della Banca per i Regolamenti Internazionali (Bank for International Settlements: BIS). In proposito nel febbraio 2008 ha emesso il documento *Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenger*.

⁵ Nota di Banca d'Italia «Esposizione verso attività collegate a

sperimentato e possono ancora sperimentare una significativa difficoltà nella valutazione e nella negoziazione degli investimenti, con conseguente aumento nel rischio di misstatement nelle esposizioni di bilancio o nei rendimenti.

A quanto sopra si aggiungono le complessità correlate al rispetto dei requisiti di composizione del portafoglio previsti dalle direttive comunitarie cui sono tenuti a rispondere i gestori di Oicvm. La direttiva Ucits¹⁰, oltre a definire un contesto operativo armonizzato per i veicoli autorizzati alla gestione in monte e a specificarne le principali caratteristiche, presenta anche un dettagliato complesso di regole concernenti gli asset che sono ammissibili quali oggetto di investimento. Il documento del Cesr¹¹ *Guideline concerning eligible assets for investments by Ucits*, non solo ha tracciato le linee guida per l'applicazione delle regole previste dalla direttiva menzionata, ma ha altresì implicitamente posto l'accento sull'importanza delle fasi di pricing e di measurement, e di risk management, che assumono viepiù rilevanza in un periodo di crisi quale quello odierno.

Tutto ciò premesso, nel seguito si porrà l'accento sulle criticità del tema della valutazione nelle attuali condizioni di mercato con particolare riferimento al contesto di applicazione degli Ias/lfrs, ritenendo che tale tema abbia una matrice comune che trova applicazione differente solo a seguito di talune specificità dei due principali standard contabili¹². Le criticità nelle valutazioni in oggetto troveranno poi declinazione sulle ricadute che queste hanno avuto sui gestori di Oicvm, con particolare riferimento al tema degli asset eligible.

2 La valutazione al fair value degli strumenti finanziari

Con l'adozione da parte della Comunità europea dei Principi contabili internazionali, il concetto di fair value¹³ è diventato predominante in ogni fase del processo di contabilizzazione degli strumenti finanziari: iscrizione, valutazione periodica e cancellazione¹⁴.

Lo Ias 39, nel disciplinare tutte le fasi della vita contabile degli strumenti finanziari, a prescindere dalla loro forma contrattuale, stabilisce criteri e principi di rilevazione e valuta-

zione applicabili alla totalità degli strumenti finanziari, partendo dalla definizione di questi ultimi dettata dallo Ias 32¹⁵. Difatti il menzionato principio, in sintesi, definisce come strumento finanziario «qualsiasi contratto che dia origine a una attività finanziaria e a una passività per un'impresa oppure a uno strumento di capitale per un'altra impresa». In particolare un'attività finanziaria è costituita da disponibilità liquide oppure da un diritto contrattuale a ricevere disponibilità liquide o altre attività simili, strumenti rappresentativi del capitale di un'altra entità oppure ancora strumenti che permettono di scambiare strumenti finanziari con un'altra impresa, a condizioni specificamente pattuite e potenzialmente favorevoli per l'impresa che le detiene¹⁶.

Nella sostanza, sono regolamentati tutti i prodotti finanziari attualmente oggetto di discussione, a prescindere dalle relative caratteristiche e dai diversi livelli di liquidità, sia che si tratti di azioni, altri valori ad esse assimilabili, obbligazioni o titoli di credito, sia di qualsiasi altro valore negoziabile che permetta di acquisire i predetti valori mobiliari mediante sottoscrizione o scambio. Vengono fatti rientrare nella categoria dei valori mobiliari anche gli strumenti finanziari che sono collegati al rendimento di altre attività o che cartolarizzano un portafoglio di altre attività.

Con riferimento al contesto attuale, il momento di maggior criticità è rappresentato dalla valutazione degli strumenti effettuata in una fase successiva alla loro acquisizione. La modalità di tale valutazione, che deve essere eseguita indipendentemente dalla forma tecnica del singolo strumento finanziario, può differire a seconda della classificazione dello strumento in virtù di quanto definito dallo Ias 39, ovvero sia se lo stesso viene fatto rientrare tra le attività finanziarie al fair value rilevato a conto economico, tra gli investimenti posseduti sino alla scadenza, tra i finanziamenti e crediti o ancora tra le attività finanziarie disponibili per la vendita¹⁷. Sebbene non tutte queste categorie prevedano la valutazione dello strumento al fair value¹⁸, tuttavia in caso di impairment loss¹⁹ il valutatore non può prescindere dal considerare tutti i fattori che normalmente vengono analizzati per le valutazioni al fair value, la qual cosa rende lampante l'importanza che il fair value assume nelle analisi valutative.

prestiti subprime ed ALT-A» del 21 settembre 2007, nella quale oltre a una sintetica ma scrupolosa descrizione della situazione veniva richiesto alle banche di fornire una specifica illustrazione dell'esposizione al rischio connesso alle menzionate posizioni.

⁶ Organismo che comprende le sei maggiori società di revisione; In particolare: Bdo International, Deloitte, Ernst & Young, Grant Thornton International, KPMG e PricewaterhouseCoopers.

⁷ Organismo affiliato all'American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), estensore dei principi di revisione statunitensi.

⁸ Con Ias/lfrs si intende l'intero complesso di principi contabili internazionali emessi da parte dell'International Accounting Standard Board.

⁹ Con Us-GAAP si intendono i «Generally Accepted Accounting Principles in the United States» applicati prevalentemente negli Stati Uniti.

¹⁰ Direttiva Ucits – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – 85/611/Eec.

¹¹ The Committee of European Securities Regulation.

¹² Ias 39 Financial Instruments: measurement e Fasb Statement 157 Fair-Value Measurement.

¹³ Si consideri la definizione di fair value contenuta nello Ias 39 ovvero «il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e indipendenti».

¹⁴ «La principale novità dello Ias 39, rispetto ai principi contabili precedentemente adottati è rappresentata dall'applicazione estensiva del criterio del fair value nella determinazione dei valori di bilancio dell'impresa. Questo criterio viene ritenuto in grado di poter evidenziare, con maggiore efficacia del costo, il contributo offerto dalla maggior parte de-

L'oggetto dell'attuale discussione e in particolare del documento emesso dal Global Public Policy Committee attiene proprio alle modalità con le quali è possibile giungere alla determinazione di un valore equo.

Lo Ias 39, che, seppur non specificatamente applicabile agli Oicvm, fornisce tuttavia delle linee guida che ben si adattano alle finalità della relativa rendicontazione pone a fondamento della corretta determinazione del fair value due elementi strettamente e gerarchicamente connessi ovvero:

- la natura dei mercati (mercati attivi o non attivi);
- l'adeguatezza delle tecniche valutative.

Difatti l'adeguatezza delle tecniche valutative diventa un elemento cruciale in assenza di mercati attivi.

Proprio attorno a questi concetti, sensibilmente impattati dalla crisi attuale, ruotano le riflessioni di coloro che sono addetti alle valutazioni e, conseguentemente, di coloro che sono tenuti a svolgere attività di controllo. Tali riflessioni hanno lo scopo di rispondere alle seguenti, fondamentali, domande: quali informazioni permettono di esprimere un valore al quale sia possibile chiudere una libera transazione fra parti consapevoli e indipendenti? I mercati attuali riescono a esprimere effettivamente questo valore? Le tecniche valutative adottate sono sufficientemente sofisticate per darne una rappresentazione?

Come anticipato, la gerarchia dello Ias 39 impone prioritariamente la valutazione dello strumento finanziario sulla base di un prezzo espresso in un mercato attivo. Stante l'attuale situazione di mercato le discussioni si sono perciò concentrate non tanto sull'identificazione del mercato sul quale un determinato strumento finanziario è negoziato²⁰, quanto sul concetto di mercato attivo.

Un mercato è difatti considerato attivo se «i prezzi quotati sono prontamente e regolarmente disponibili in un listino, o attraverso un operatore (dealer), intermediario (broker), settore industriale, agenzia di determinazione del prezzo, autorità di regolamentazione e tali prezzi rappresentano operazioni di mercato effettive che avvengono regolarmente in normali contrattazioni»²¹. Soggiacente a questa definizione vi è la presunzione che i prezzi siano rappresentativi di entità in funzionamento e non siano frutto di operazioni forzose, di liquidazioni non volontarie o vendite sottocosto.

La maggior parte delle discussioni si è incentrata proprio sul concetto di mercato attivo e in particolare sulla regolarità dei flussi di transazioni sul mercato. Una delle tesi maggiormente sostenuta per disconoscere valori espressi dal mercato si basa sul fatto che un mercato che vede una significativa diminuzione dei volumi non possa essere considerato attivo in quanto verrebbe a cadere la presunzione di entità in funzionamento come sopra menzionata. Benché si possa condividere che un mercato che vede il tracollo dei propri volumi possa essere manifestazione solo di operazioni obbligate, tale assunto tuttavia non può avere una portata asetticamente e universalmente accettabile. Come osservato anche dal Global Public Policy Committee il venir meno di un bilanciamento tra domanda e offerta non può in assoluto essere rappresentazione di mancanza di attività di un mercato. Se sul mercato le operazioni avvengono tra parti disponibili, il prezzo espresso dal mercato è il valore cui fare riferimento. Al contrario si ritiene che, per poter definire un mercato poco attivo, sia necessario fornire prova che le transazioni (poche si deve presumere) siano tutte connaturate da ragioni speciali e non affidabili per i soggetti chiamati a effettuare valutazioni di fine periodo. Nella pratica deve essere chiaro che le operazioni effettuate, estremamente rarefatte, non sono espressione di un mercato, ma di un accordo quasi bilaterale, che non presenta quelle caratteristiche di «libera transazione fra parti consapevoli e indipendenti».

Di conseguenza in assenza di un mercato attivo in cui è negoziato uno specifico strumento finanziario²², il fair value può essere determinato utilizzando una tecnica di valutazione la cui finalità sia di stabilire il prezzo che avrebbe avuto l'operazione alla data di valutazione in un «libero scambio motivato da normali fattori di mercato», in quanto il fair value è definito dallo Ias 39 come corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili. In altri termini, l'applicazione di una tecnica di valutazione deve permettere di determinare una stima del fair value che rifletta ragionevolmente il prezzo dello strumento che un ipotetico mercato stabilirebbe.

A tal fine è necessario che, a seconda dello strumento ana-

gli strumenti finanziari alla formazione del capitale di funzionamento e del risultato economico dell'esercizio dei soggetti che sono tenuti alla redazione del bilancio». Per approfondimenti «Fair value per gli strumenti finanziari Ias 39 e Oic 3» di G. Maffioli da *Principi contabili Oic e Ias/Ifrs* R. Moro Visconti M. Renesto 2008.

¹⁵ Ias 32 Strumenti Finanziari: Presentazione.

¹⁶ Per maggiori dettagli in relazione all'identificazione degli strumenti finanziari limitatamente al contesto nazionale «Ias 32 e riforma societaria: come classificare gli strumenti finanziari» di C. Porzio e G. Squeo contenuto in *Ias-Ifrs e imprese bancarie*, a cura di R. Mazzeo, E. Palombini, S. Zorzoli, Edibank, 2005.

¹⁷ Held for trading, Financial instruments at fair value through profit and loss, Held to maturity investments, Loans and receivables e Available for sale secondo la terminologia originale.

¹⁸ Il trattamento contabile degli strumenti finanziari previsto dallo Ias 39 segue una logica basata sulla destinazione funzionale degli stessi piuttosto che sulla loro natura, dettata dagli elementi oggettivi e soggettivi che contraddistinguono i diversi strumenti quali: l'intento di detenzione duratura fino alla scadenza, la quotazione o non in mercati attivi, la determinatezza o indeterminazione dell'entità dei flussi e la scadenza definita o indefinita per il rimborso del capitale. Held to maturity e Loans and receivables prevedono l'iscrizione dello strumento al costo ammortizzato. Si tenga conto che l'iscrizione di uno strumento finanziario a una delle suddette categorie è condizionata alla presenza di determinate finalità e caratteristiche dello strumento finanziario in oggetto.

Infine si rammenti che lo Ias 39 prevede un'ulteriore esclusione dal conteggio al fair value per gli «investimenti in strumenti rappresentativi di capitale che non hanno un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo e il cui fair value (valore equo) non può essere mi-

lizzato, sia applicata la tecnica di valutazione che si ritiene più adeguata e che i fattori utilizzati siano ragionevolmente rappresentativi delle aspettative di mercato e delle analisi di rischio-rendimento inerenti allo strumento oggetto di valutazione²³.

In condizioni critiche di mercato quali quelle attuali, l'aspetto più delicato è legato all'individuazione degli elementi condivisi dai partecipanti al mercato nella fissazione del prezzo oppure dei parametri di mercato da utilizzare nell'applicazione della tecnica di valutazione prescelta.

Si può condividere la preoccupazione del Global Public Policy Committee che, riferendosi a quanto definito dallo Ias 39²⁴, pone l'accento su due aspetti che meritano adeguata analisi:

- la validità delle assunzioni di base del modello adottato: la questione in particolare è se il modello valutativo adottato sia o meno idoneo a rappresentare l'attuale situazione del mercato;
- la validità dei parametri utilizzati dalle tecniche valutative: ovvero se i parametri di mercato considerati possano essere idonei a esprimere un prezzo equo in un'ipotetica transazione.

Nella sostanza la domanda principale è se il modello valutativo e la sua applicazione sono in grado di rappresentare la turbolenza del mercato, l'accresciuto rischio di credito e il conseguente rischio di liquidità.

In linea con quanto previsto dal principio contabile, maggiore affidabilità è attribuita da parte del Global Public Policy Committee a quelle valutazioni che incorporano i più recenti eventi di mercato, che sono aggiornate con maggiore frequenza, che prendono in considerazione più fonti per la definizione dei parametri di mercato e, infine, che siano rappresentative di operazioni effettivamente realizzate.

In sintesi i principi contabili internazionali forniscono agli addetti ai lavori le indicazioni basilari per la valutazione degli strumenti finanziari, la cui declinazione, però, dovrà essere oggetto di attenta valutazione in presenza di contesti turbolenti e complessi quale quello derivante dalla crisi innescata dai mutui subprime nell'estate del 2007. Le difficoltà sono molteplici²⁵ e le prese di posizione del Global Public Policy Committee, in quanto espressione del pensiero di quei sog-

getti (le società di revisione) che sono chiamati a certificare i bilanci, ne sono una chiara testimonianza.

3 Aspetti valutativi e impatti sulle scelte dei gestori di Oicvm

Gli aspetti sin qui esaminati, ed in particolare le difficoltà valutative legate ai repentini mutamenti dei mercati finanziari, si manifestano in tutta la loro centralità anche nel mondo della gestione degli Oicvm²⁶. La valutazione degli strumenti finanziari in questo ambito assume un'ulteriore valenza, dovendo gli Oicvm garantire una capacità di pronto rimborso delle proprie quote, su richiesta dei partecipanti, e di calcolare il valore netto del proprio patrimonio in caso di emissione o di rimborso di quote senza arrecare pregiudizio agli investitori.

La varietà delle attività e degli strumenti finanziari negoziati sui mercati finanziari in cui gli Oicvm sono autorizzati a investire è notevolmente aumentata e le criticità indicate relativamente alla loro valutazione devono essere contestualizzate non solo in relazione alla valorizzazione degli Oicvm nel loro complesso, ma anche in relazione alla loro capacità di generare la liquidità necessaria in ogni momento della loro gestione.

La direttiva Ucits, creata per armonizzare a livello europeo la struttura dei fondi di investimento ovvero degli Oicvm, focalizza il suo scopo sulla diversificazione del rischio di tali strumenti finanziari, sul rimborso delle relative quote a richiesta dei sottoscrittori e soprattutto sulla regolare e affidabile valutazione.

La stessa direttiva, inoltre, contiene riferimenti e criteri atti a delineare quali strumenti finanziari sono asset eligible in riferimento alle politiche di investimento degli Oicvm²⁷. Secondo tali criteri l'eleggibilità dello strumento è subordinata al fatto che per esso sia disponibile una valutazione affidabile, che la perdita potenziale che gli Oicvm stessi possono sostenere in relazione alla detenzione di tali strumenti sia limitata all'importo per gli stessi pagato e un grado di liquidità tale da non mettere a repentaglio la capacità degli Oicvm di riacquistare o rimborsare le quote a richiesta dei partecipanti.

surato attendibilmente e i derivati che vi sono correlati e che devono essere regolati con la consegna di tali strumenti rappresentativi di capitale non quotati, che devono essere valutati al costo».

¹⁹ L'impairment loss è la perdita per riduzione di valore ovvero l'ammontare per il quale il valore contabile di un'attività o unità generatrice di flussi di cassa eccede il valore recuperabile.

²⁰ Si intenda in questo caso una concezione di mercato ampia, ovvero allargata alla reperibilità nell'ambito dei diversi attori del mercato finanziario di quotazioni di valori mobiliari.

²¹ Definizione dello Ias 39, Ag 71.

²² Come specificato anche nel documento del Global Public Policy Committee il fatto che un mercato non sia ritenuto rappresentativo per uno strumento finanziario non implica

che debba essere considerato tale per altri strumenti finanziari.

²³ In sede di introduzione erano stati ipotizzati alcuni modelli di determinazione del fair value degli strumenti finanziari basati su «alberi» decisionali che, partendo da un eventuale prezzo dal mercato, proponevano un livello sempre più analitico di analisi. In proposito si veda a titolo esemplificativo «La classificazione e la valutazione dei titoli in San Paolo IMI» di A. Fornasier in *Ias-Ifrs e imprese bancarie*, cit.

²⁴ Ias 39 Ag.76 «Un'entità ottiene dati di mercato in modo uniforme nello stesso mercato dove lo strumento era stato originato o acquistato. La prova migliore del fair value (valore equo) di uno strumento finanziario al momento della rilevazione iniziale è il prezzo di transazione (ossia il fair value (valore equo) del corrispettivo dato o ricevuto) salvo che il fair value (valore equo) di tale strumento sia determinato mettendolo a confronto con altre operazioni correnti di mercato osservabili nello stesso strumento (ossia senza modifi-

Per quanto concerne l'esistenza di valutazioni affidabili degli strumenti finanziari in cui gli Oicvm possono investire, salvo la presenza di informazioni che inducano a una valutazione diversa, gli strumenti finanziari ammessi o negoziati su mercati regolamentati dovrebbero essere considerati non atti a mettere a repentaglio la capacità degli Oicvm di riacquistare o rimborsare le quote a richiesta del partecipante ed essere altresì considerati negoziabili.

Il condizionale è d'obbligo per quanto precedentemente esposto sia in tema di strumenti finanziari valutati in base alla presenza o meno di un mercato attivo sia in base ai criteri atti a identificare gli asset eligible, poiché presuppongono la liquidità²⁸ e la negoziabilità di tali asset sui relativi mercati. Infatti per alcuni strumenti finanziari si potrebbe verificare una forte limitazione o interruzione del market trading, e ciò potrebbe causare difficoltà nella determinazione di valutazioni affidabili oppure nella rappresentatività del loro fair value, oltre al rischio di dover incorrere in perdite, in termini di prezzo di smobilizzo di posizioni di attività/passività conseguenti alla necessità di liquidare tempestivamente le posizioni stesse per generare la liquidità necessaria a far fronte a fabbisogni finanziari imprevisti.

La scarsa liquidità in un mercato regolamentato in cui sono ammessi o negoziati gli asset eligible per gli Oicvm potrebbe quindi mettere a repentaglio la capacità degli Oicvm stessi di fornire una valutazione affidabile di tali strumenti, nonché di riacquistare o rimborsare le quote a richiesta dei partecipanti. In altre parole, per gli asset eligible che, come nell'attuale condizione di mercato, non sono o non possono essere negoziati regolarmente, la formulazione del fair value attraverso il marking to market potrebbe non fornire una valutazione affidabile.

Pertanto, un gestore di un Oicvm potrebbe dover rilevare il fair value di uno strumento finanziario non più con tecniche di marking to market bensì attraverso tecniche specifiche di marking to model, attraverso l'individuazione di modelli matematico finanziari adatti a fornire valutazioni affidabili di uno strumento finanziario.

Analogamente a quanto detto per i metodi di valutazione di uno strumento finanziario in assenza di un mercato attivo, i metodi di valutazione utilizzati nel determinare in modo affidabile il valore di uno strumento finanziario attraverso il marking to model variano a seconda della tipologia di tale strumento e, anche in questo caso, l'applicazione della tecnica ritenuta più adeguata dovrà utilizzare fattori ragionevolmente rappresentativi delle aspettative di mercato, nonché valutazioni dei fattori di rischio-rendimento dello strumento oggetto di valutazione.

E anche in questo caso valgono le preoccupazioni evidenziate dal Global Public Policy Committee ovvero deve essere verificata l'idoneità sia del modello valutativo adottato a rappresentare l'attuale situazione del mercato sia dei parametri di mercato utilizzati nel modello valutativo.

4 Conclusioni

Le riflessioni relative alla valutazione degli strumenti finanziari sono assurde alle ribalta in un momento particolare di grande tensione sui mercati finanziari contraddistinti da elevata volatilità e scarsa liquidità. Le tematiche analizzate, se viste in assoluto e al di fuori di contesti turbolenti quali quello attuale, sollecitano comunque una serie di riflessioni correlate all'esigenza sia di garantire un'informativa contabile attendibile e corretta che di avere una composizione dei portafogli degli Oicvm adeguata ai requisiti imposti dall'attuale normativa. Al fine di poter addivenire a risultati positivi negli ambiti indicati non si può prescindere però da un'analisi delle caratteristiche intrinseche del contesto generale in cui gli interessati (intermediari e Oicvm) si trovano a operare; questo è connaturato comunque da una sempre maggior complessità a sua volta connessa al sempre più evoluto livello di ingegnerizzazione dei prodotti finanziari. Tale complessità non può che richiedere modelli di identificazione dei mercati di riferimento, di valutazione dei prodotti e di analisi dei rischi sempre più raffinati, non sempre immediatamente disponibili ai diversi operatori.

che o ristrutturazione dello strumento) o basato su una tecnica di valutazione le cui variabili includono soltanto dati derivanti dai mercati osservabili».

²⁵ Per ulteriori approfondimenti sulla determinazione del valore degli strumenti finanziari in situazioni di turbolenza: *Financial fragility liquidity and asset Prices*, F. Allen e D. Gale, 2003 Financial Institutions Center.

²⁶ Le esigenze valutative possono essere ascritte alla generalità degli Oicvm; l'indicazione del fair value non può essere ignorata da alcun gestore di fondi nonostante i regolamenti nazionali ancora prevedano per talune forme di investimenti l'iscrizione al costo. Per approfondimenti M. P. Gentili e G. Maffioli: «La valutazione delle partecipazioni nei fondi di Private equity».

²⁷ La direttiva Uicfs III, che modifica la direttiva 85/611/Eec, ha allargato la lista di asset eligible per gli Oicvm. Inoltre la Direttiva, contenente le misure di implementazione della di-

rettiva Uicfs III (Esc/44/2006 Rev 2, gennaio 2007), aiuta a chiarire i criteri per definire gli asset eligible tenendo in considerazione l'obbligo da parte di un Oicvm di rimborsare o riacquistare le proprie quote a richiesta degli unit-holder, nonché di calcolare il valore del proprio attivo netto ogniqualvolta l'Oicvm emetta o rimborsi le proprie quote.

²⁸ Il Cesr in merito, con la pubblicazione delle linee guida in tema di asset eligible per gli investimenti degli Oicvm (marzo 2007) ha evidenziato come il rischio di liquidità sia un fattore che gli Oicvm devono considerare quando investono in qualsiasi tipo di strumento finanziario al fine di garantire al proprio portafoglio la liquidità necessaria a soddisfare la capacità di riacquisto o rimborso delle proprie quote a richiesta del partecipante.