

RISCHIO? NO GRAZIE

Strumenti e regole per chi non vuole sorprese

di Rupert
Limentani



Tutte le imprese, da quelle più grandi a quelle più piccole, hanno sempre avuto il problema della gestione dei rischi finanziari. Se oggi se ne parla di più rispetto a qualche anno fa non è solo perché ce lo impone la nuova normativa di Basilea 2, di cui parleremo in seguito, ma è anche perché oggi esistono tanti strumenti finanziari nuovi di copertura. Questi strumenti, se ben utilizzati possono far risparmiare denaro (e preoc-

cupazioni) agli imprenditori, e contribuire a migliorare il profilo di rischio delle aziende stesse. Vediamo come.

I rischi finanziari tipicamente presenti nel bilancio di un'azienda

Ci possiamo concentrare su tre tipi di rischio finanziario: rischi di cambio, rischi di tasso d'interesse e rischi di prezzo (delle materie prime, dell'energia elettrica ecc.).

I rischi finanziari sono tre: di cambio, di interesse, e di prezzo. Con i prodotti derivati è possibile tenerli a bada

Il rischio di cambio è quello più conosciuto. Un'azienda esportatrice, se fattura in valuta estera, rischia di incassare meno del previsto se il cambio scende. Oppure un'azienda importatrice rischia di pagare le forniture più del previsto se il cambio sale. Inoltre possono coesistere entrambi i rischi se l'azienda importa materie prime ed esporta i prodotti finiti. Ma anche se l'azienda fattura tutto nella propria valuta, può avere comunque un rischio di cambio "indiretto" se i propri clienti esteri non si possono più permettere di comperare da questa o se i fornitori esteri non hanno più convenienza a vendere all'azienda stessa a causa di oscillazioni del cambio.

Il rischio di tasso è più insidioso del rischio di cambio, perché si estende tipicamente per un periodo più lungo. Prendiamo l'esempio dell'azienda che finanzia un nuovo stabilimento con un mutuo a tasso variabile di dieci o quindici anni: ogni sei mesi il tasso del finanziamento viene rivisto secondo l'andamento dei tassi: un mutuo conveniente con gli attuali tassi bassi potrebbe diventare insostenibile se i tassi dovessero iniziare a crescere.

Lo stesso rischio esiste anche per altre forme di finanziamento a tasso variabile (ad esempio le obbligazioni), così come esiste per quelle aziende che hanno disponibilità liquide investite a tasso fisso o variabile. Il rischio esiste anche per tutti gli interessi attivi e passivi calcolati su base variabile, quindi anche, ad esempio, lo scoperto di conto corrente, in quanto un aumento pregiudicherebbe il cash flow dell'azienda. Qualora l'azienda non fosse in grado di trasferire il maggiore onere sui propri clienti, ritoccando i listini verso l'alto, essa vedrà ridurre il proprio margine operativo man mano che i tassi salgono.

D'altra parte interessi pagati o ricevuti su base fissa non rappresentano un vero rischio, in quanto già fissati in anticipo; semmai rappresentano solo un rischio di "convenienza" o di mancata opportunità in quanto solo alla fine

dell'operazione si potrà verificare se sarebbe stato più conveniente scegliere un tasso variabile anziché fisso.

L'ultima tipologia di rischio è il rischio di prezzo: il costo delle materie prime, il costo dell'energia elettrica o del gasolio variano in continuazione. Un'azienda che calcola i propri listini in base a determinati costi di materia prima si può trovare spiazzata se questi aumentano.

Strumenti finanziari disponibili, fra cui gli strumenti derivati

È doveroso premettere che non è possibile eliminare totalmente i rischi di cui si sta parlando. Si possono mitigare, si possono sostituire con altri rischi più gestibili, ma non si possono eliminare del tutto. Nell'affrontare il problema dei rischi finanziari, l'obiettivo dell'impresa non deve essere quello di speculare sui mercati, bensì di rendere stabili i propri ricavi (o i costi) aziendali isolandoli da rischi finanziari. Così facendo l'azienda potrà concentrare i propri sforzi sul "core business" senza doversi preoccupare dell'andamento dei mercati finanziari.

a) Gestione rischi di cambio

Il rischio di cambio viene spesso "gestito" in modo troppo rigido in quanto le imprese concordano con le loro banche un cambio a termine a fronte di importi in valuta da pagare o da ricevere. Così facendo l'impresa fissa il cambio rimuovendo qualsiasi incertezza però rinuncia anche a qualsiasi beneficio che potrebbe derivare da un movimento favorevole del cambio.

Negli ultimi anni si è assistito ad una crescita dei cosiddetti strumenti "derivati", che in questi casi possono essere molto utili. Uno strumento derivato non è altro che un diritto di fare qualcosa (acquistare, vendere) con un quantitativo prestabilito di un'altra grandezza finanziaria, denominato "sottostante", che può essere valuta estera, un determinato tasso

Coprire un rischio vuol dire acquistare il diritto di cambiare il proprio comportamento rispetto alla situazione originaria. Questi benefici hanno un costo.

d'interesse su un importo prestabilito. Il termine “*derivato*” sta a significare che il valore dello strumento deriva, appunto, dalle variazioni di valore di un altro strumento finanziario.

Un esempio di strumento derivato è l'opzione. Un'opzione in valuta dà a chi la detiene il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare (“*call option*”) o di vendere (“*put option*”) un quantitativo prestabilito di valuta estera (detto “*nozionale*”) ad un cambio prestabilito ad una data o in un periodo prefissato.

L'importante qui è “*il diritto ma non l'obbligo*”: anziché fare un cambio a termine, con un'opzione l'azienda può tenersi aperta la possibilità di guadagno nel caso di un movimento favorevole del cambio. A differenza del cambio a termine, l'azienda può decidere a scadenza se esercitare l'opzione o meno, secondo la convenienza. Il vantaggio è evidente: se l'affare commerciale che genera la transazione in valuta dovesse sfumare, o chiudersi in ritardo, in anticipo o per un importo diverso, l'azienda non sarà costretta a far fronte ad un cambio a termine non più favorevole. È importante sottolineare la differenza fra chi acquista o detiene un'opzione e chi invece la vende.

È chiaro che chi acquista un'opzione sta rischiando al massimo il premio che paga (come chi acquista un'assicurazione); d'altra par-

te chi la vende si accolla un rischio potenzialmente illimitato secondo il movimento dei mercati finanziari durante la vita dell'operazione.

b) Gestione rischi di tasso

Analogamente ai rischi di cambio, anche il rischio di tasso può essere gestito con strumenti derivati. Quello più conosciuto è lo “*swap*”, con il quale due controparti (generalmente impresa e banca) concordano di scambiarsi due tassi d'interesse (generalmente fisso contro variabile) per un determinato periodo su un determinato importo “*immaginario*” (detto nozionale). Lo scambio avviene calcolando periodicamente a quanto sarebbero ammontati i due tassi d'interesse sul nozionale e scambiandosi la differenza.

Ad esempio, l'azienda che ha un mutuo a tasso variabile lo può trasformare in tasso fisso chiudendo uno *swap* con una banca in cui acquista il diritto di ricevere tasso variabile pagandole un tasso fisso, su un importo nozionale e per una durata uguale al mutuo. Così facendo, l'azienda si protegge contro un rialzo dei tassi durante la vita del mutuo. L'unico “*svantaggio*” è che generalmente il tasso fisso che pagherà sarà più alto del tasso variabile al momento della chiusura della transazione; la differenza rappresenta il premio che l'azienda paga per proteggersi contro un successivo ri-

L'ACQUIRENTE DELL'OPZIONE

- acquista un diritto
- paga un premio
- non ha nessuno obbligo (può scegliere se esercitare o meno l'opzione)
- ha un rischio limitato al premio che ha pagato
- potrebbe realizzare utili potenzialmente in via illimitata

IL VENDITORE DELL'OPZIONE

- vende un diritto
- riceve un premio
- deve accettare che la scelta di esercitare o meno spetta solo a chi ha acquistato
- accetta il rischio di perdite potenzialmente illimitate

alzo dei tassi d'interesse.

Altro strumento di gestione dei tassi d'interesse è il *cap*: si tratta di un contratto fra due controparti (ad esempio banca e impresa) in cui l'acquirente del *cap* paga un premio per avere il diritto di ricevere la differenza fra un tasso variabile di riferimento e un altro tasso denominato *strike*, concordato già all'inizio del contratto, calcolato su un periodo predeterminato e su un ammontare predeterminato, qualora lo *strike* fosse più basso (per proteggere chi lo acquista contro un rialzo dei tassi).

Oltre al *cap* esiste anche il *floor* (simile al *cap*, ma per proteggere chi lo acquista contro una discesa dei tassi) e il *collar* (per proteggere chi vuole che i tassi restino all'interno di un determinato *corridoio*). Lo scopo è sempre quello di coprirsi per evitare brutte sorprese in futuro, ma tenendosi una porta aperta in caso di movimenti favorevoli. La copertura contro un rischio ha sempre un costo, determinato dalla probabilità che il livello "*strike*" venga raggiunto o meno.

c) Altri rischi gestibili; prodotti strutturati

Analogamente ai cambi e tassi, esistono ora nuove generazioni di prodotti derivati collegati ai prezzi di materie prime (petrolio, metalli non preziosi, ecc.) e al costo dell'energia elettrica o del gas. Questo articolo non può coprire in dettaglio tali strumenti, ma sarà sufficiente accennare che essi funzionano in modo del tutto analogo agli strumenti su cambi e tassi. Ci sono quindi opzioni *put* o *call*, *caps* e *floors* e tutte le loro varianti.

È possibile inoltre svolgere transazioni composte di due o più opzioni, *caps* e altri strumenti simili per creare quello che si chiama in gergo una transazione "*strutturata*". Per essere utili all'azienda, tali strutture devono essere create singolarmente tenendo conto delle specificità aziendali (la tempistica dei flussi di cassa in valuta estera, i debiti a tasso fisso e/o variabile). Acquistare prodotti complessi "*pre-confezionati*" di copertura non tagliati su misura può rivelarsi un costoso boomerang, in quanto l'azienda potrebbe trovarsi a far fronte a nuovi, inattesi rischi finanziari ancora più gravi di quelli che avrebbe voluto coprire.

Gli effetti sul profilo di rischio dell'azienda nel contesto di Basilea 2.

Con la nuova normativa di Basilea 2 le banche assegnano un *rating* alle aziende affidate che rappresenta la valutazione da parte della banca della rischiosità dell'azienda. Tale valutazione tiene conto, ovviamente, di molti fattori, fra i quali il settore, i dati andamentali, il livello di patrimonio e di debito e i rischi finanziari impliciti in bilancio. Se, ad esempio, un'azienda affidata esporta regolarmente negli Stati Uniti, la banca vorrà capire come ha coperto il rischio di una svalutazione del dollaro (che cambio può sopportare il listino? ci sono cambi a termine aperti?). L'azienda indebitata è esposta al rischio di un aumento dei tassi o si è coperta? L'azienda consapevole dei rischi che si copre con prudenza (ma senza speculare) meriterà maggiore fiducia da parte della banca anche in termini del *rating* assegnato.

In conclusione si ribadiscono alcuni principi fondamentali:

- I prodotti derivati possono essere utili nell'ottica di copertura rischio, per stabilizzare i ricavi, ma non vanno usati come strumento speculativo;
- L'azienda dovrebbe coprire solo i rischi che derivano dall'operatività commerciale o industriale; inoltre, è meglio coprire solo una parte del rischio, lasciando aperte più strade per una successiva modifica della strategia di copertura;
- Prima di chiudere operazioni in strumenti derivati occorre che i flussi di cassa e i flussi finanziari dell'azienda vengano analizzati dall'intermediario finanziario che lo propone per garantire la coerenza fra attività commerciale e strumenti di copertura;
- Una volta chiusa un'operazione, non dimenticarla! Il monitoraggio continuativo delle posizioni in essere è essenziale per prendere eventuali futuri correttivi in tempo utile;
- Coprire un rischio costa; se l'operazione proposta da un intermediario sembra gratuita, significa che essa contiene rischi impliciti (ad esempio la vendita di un'opzione) che la rendono potenzialmente molto costosa; pertanto va esaminata con particolare attenzione. ■