

**LA GESTIONE
DEL PORTAFOGLIO
in diretta con la Borsa**

a cura di Roberto Tasca

Copyright SDA Bocconi - Finergia

Finergia S.r.l.

GESTIONE DEL PORTAFOGLIO

INDICE

1.	La gestione del portafoglio.....	pag. 1
-	1° fase/2° fase.....	pag. 2
-	conclusioni.....	pag. 4
2.	I rischi finanziari.....	pag. 5
-	rischio di mercato.....	
-	merci/rischio di cambio.....	pag. 6
-	rischio di liquidità.....	pag. 7
-	rischio di regolamento.....	pag. 8
3.	Teoria della copertura.....	pag. 9
4.	I rischi finanziari dell'impresa.....	pag. 11
-	rischio di cambio.....	pag. 12
-	rischio di tasso.....	pag. 15
5.	Lo schema dello swap valutario	pag. 19
	Currency swap.....	pag. 20
	Domestic currency swap (Dcs).....	pag. 21

LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO.

La Modern Portfolio Theory prende le mosse dalla distinzione del rischio nelle due componenti fondamentali di *rischio specifico* (fattori attinenti alla società emittente) e *rischio di mercato o sistematico* (attinente al mercato nel complesso) per sostenere che la diversificazione riduce il rischio specifico: inattesi movimenti avversi di prezzo in un titolo possono essere compensati da inattesi movimenti favorevoli in un altro titolo. Il limite è costituito dalla presenza d'eventi in grado di influenzare il mercato nel complesso e quindi qualsiasi portafoglio è esposto ad un rischio sistematico.

Il future consente di gestire il rischio sistematico, proprio perché espressione dell'intero mercato. Prima dell'avvento dei future il gestore riduceva il rischio di mercato, in presenza d'attese ribassiste, liquidando tutte o parte delle attività, eventualmente salvaguardando l'obiettivo di riacquisto, passato il presunto momento avverso. Non sono poche però le ragioni che suggeriscono di limitare lo smobilizzo nel contante: motivi di liquidità (una vendita troppo grossa, fatta ad esempio da un fondo di gestione, può deprimere le quotazioni o comunque creare turbativa nel mercato); ragioni fiscali (poco gradito un flusso rilevante di liquidità in entrata); spese elevate; ragioni d'immagine in momenti particolari (per via d'adempimenti di rendiconto che potrebbero tradursi in perdita di competitività); previsione di ribasso limitata al breve periodo, mentre il portafoglio è stato costituito in un'ottica di medio/lungo periodo, il che rende la vendita inopportuna ed eccessivamente rischiosa. I future danno la possibilità di aggiustare il rischio di mercato: vendendo un appropriato numero di contratti a termine, si può immunizzare il portafoglio, o almeno ridurre considerevolmente il rischio; se la borsa scende, alla chiusura dell'operazione si realizzerà un utile capace di compensare la perdita sul contante. Il valore della posizione complessiva è comunque stabilizzato finché la transazione di copertura è aperta.

In generale, il principale apporto dei future è la facilità con cui si consente l'attuazione delle decisioni di asset allocation; tali strategie vengono definite di *overlay* perché non richiedono modifica alcuna nella composizione del portafoglio sottostante.

Immaginiamo un portafoglio di un investitore britannico che a fine dicembre valga 10 milioni di sterline; l'indice Ftse100 quota 1.750 e ci sono timori che nei mesi successivi una congiuntura sfavorevole provochi un ribasso di borsa. Il future per consegna marzo quota 1.774. L'investitore vende il future; ogni contratto ha un valore pari al 5,71%, cioè 571.000 sterline, il che porta il valore complessivo dell'attività a 9.428.571 Stg. Sul future la discesa dell'indice (114 tick) genera un profitto di $225 \times 114 \times 25 = 641.250$ Stg, dato che ogni tick vale 25 sterline (al lordo di spese e altri oneri accessori). La copertura è stata eccessiva, a causa della variazione subita dalla base.

Qual'è la semplificazione adottata? Che il portafoglio abbia una composizione uguale a quella del Ftse100. Solo in questo caso esiste coincidenza fra la quota di rischio specifico e sistematico contenuta nei pronti e nei termini. Il problema è individuare una posizione future che ottemperi all'obiettivo proposto: il successo dipende infatti dalla capacità del future di conseguire un risultato, in termini di utili/perdite, che bilanci quello realizzato sullo spot; è necessario scegliere il future in base alla correlazione con i titoli detenuti in portafoglio. Il problema è certamente concreto, è irrealistico ipotizzare un portafoglio nel contante la cui composizione rifletta perfettamente quella dell'indice: si tratta del noto problema di calcolo del rapporto di copertura (hedge ratio).

Il procedimento di seguito descritto si basa sull'analisi di regressione, che segue alcune fasi.

1° Fase

Innanzitutto si determina il *beta di portafoglio (B)*: è la misura della variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel complesso (rappresentato appunto dall'indice). E' ottenuto dalla misurazione statistica che pone in comparazione la variazione periodica del prezzo di un titolo alla variazione dell'indice; si calcola con riferimento a un arco temporale predefinito, in genere abbastanza esteso.

Sebbene sia espressione del passato, a tale indicatore è associata, nella lunga distanza, una buona validità segnaletica. Il beta di portafoglio è determinato come la media di quello riferito alle singole azioni.

Ad esempio:

	<i>Quota detenuta</i>	<i>Beta</i>	<i>Beta ponderato</i>
Titolo 1	20%	1,285	0,257
Titolo 2	30%	1,204	0,361
Titolo 3	25%	0,781	0,195
Titolo 4	<u>25%</u>	0,994	<u>0,248</u>
	100%		
	<i>Beta del portafoglio</i>		1,061

Un beta prossimo a uno significa che s'intende conseguire un risultato vicino a quello di mercato. I dati vanno controllati periodicamente, dal momento che il beta dei singoli titoli è soggetto a modifiche, seppur lievi: variazioni inattese impongono di rivedere la situazione. Un beta inferiore a 1 dice che il portafoglio attutisce i cambiamenti dell'indice, superiore a 1 indica che ne enfatizza i movimenti.

Possiamo dire che 1 rappresenta la soglia di rischiosità: basso rischio e minori ritorni ($B < 1$), oppure alti ritorni potenziali, ma alto rischio ($B > 1$).

2° Fase

Calcolo del numero contratti. Essendo il beta pari a 1,061, se ne desume che il portafoglio si muove 1,061 volte l'indice: questo diventa l' hedge ratio (Hr). Il numero di contratti da negoziare è determinato dividendo il valore totale del portafoglio per il valore spot dell'indice moltiplicato per il valore standard del contratto, e quindi moltiplicando il tutto per il beta:

$$Hr = \frac{(\text{valore corrente del portafoglio})}{(\text{valore corrente indice}) \times (M)} \times B$$

dove M è il moltiplicatore del future. Nel nostro caso, dato un portafoglio pari a Stg 10.000.000, il numero di contratti da negoziare è:

$$[(10.000.000) / (1.750 \times 25)] \times 1,061 = 242,51$$

In previsione di ribasso, si vendono 243 contratti, per realizzare un profitto in grado di compensare la perdita sullo spot. Dal momento che la gestione del portafoglio è un'attività dinamica, può accadere che, presa la decisione di aprire la posizione a termine, vi sia qualche modifica nel portafoglio, prima che concluda la copertura. Altri interventi si richiedono quando si approssima la data di scadenza del contratto e la transazione di copertura non ha ancora terminato il suo ruolo: occorre trasferire la posizione (roll over) nel mese di consegna successivo.

In ogni caso il valore del beta va controllato periodicamente, dato che avvenimenti più recenti lo possono modificare. Generalizzando, possiamo dire che maggiore è la diversificazione, più costante è il beta, mentre, in caso contrario, l'imprecisione del beta aumenta e la performance della copertura deve essere costantemente esaminata.

E' possibile utilizzare il future anche per amplificare l'esposizione di rischio: modificandone la composizione sul termine, si può raggiungere il beta desiderato. Supponiamo che il money manager disponga di un investimento con beta inferiore o pari a 1 e che abbia forti aspettative di un rialzo delle quotazioni. Non potendo aumentare la presenza nel contante, o per mancanza di liquidità da impiegare, o per altri vincoli, dovrebbe cambiare la composizione dell'attivo, sostituendo titoli con elevato beta a quelli detenuti. Se il portafoglio è stato costruito con ottica di medio-lungo termine, l'operatore preferisce evitare sostanziali modifiche e può procedere all'acquisto di un certo numero di future; sapendo che l'acquisto di contratti aumenta il beta, la vendita lo diminuisce, il numero di contratti richiesti per aggiustare la posizione pari a :

$$Hr = \frac{(\text{valore corrente del portafoglio})}{(\text{valore corrente indice}) \times (M)} \times (Bob - Bat)$$

dove:

Bob = beta obiettivo

Bat = beta attuale di portafoglio

Se il risultato è una grandezza positiva consegue che è necessario acquistare, se negativa si deve vendere. Va comunque detto che la decisione di concludere negoziazioni di copertura deve trovare confronto in un'attenta politica gestionale, che specifichi chiaramente la portata dei singoli atti; così deve essere sempre chiaro se è richiesta copertura totale o no, dal momento che coperture parziali possono comunque rispondere allo scopo; si può inoltre studiare un programma che preveda la negoziazione di contratti future in fasi successive, per dare enfasi a eventuali previsioni. Generalizzando, quando si valuta un programma di copertura, tre rischi devono essere considerati:

1. Il più evidente concerne l'eventuale variazione del beta durante il periodo in cui le due posizioni – quella a pronti e quella a termine – sono aperte. Abbiamo già detto che il beta non è costante nel tempo: quando muta, l'efficacia della copertura evidentemente diminuisce;
2. Il cambiamento percentuale nei prezzi del termine non eguaglia necessariamente lo spot. Questo rischio – il basis risk – modifica il risultato complessivo, anche se in entità limitata;
3. L'impatto sul cash flow: quando la posizione in future comporta utili o perdite, esse sono realizzate immediatamente, producendo un contributo aggiuntivo alla cassa, in termini di interessi attivi o passivi; eventuali rilevanti perdite sul termine possono inoltre richiedere integrazioni del margine di variazione a discapito della situazione di liquidità.

Si tratta di aspetti che devono essere considerati, ma i cui effetti non devono nemmeno essere sovrastimati: la decisione di coprire può essere vista come la sostituzione, a un pesante rischio di mercato, di un rischio molto contenuto e più controllabile

Conclusioni: ulteriori tipologie di future.

L'innovazione è ormai una caratteristica intrinseca ai future market: nuove forme vengono continuamente proposte e qualsiasi bene materiale o immateriale può oggi divenire l'oggetto di un contratto a termine standardizzato. L'unico prerequisito veramente importante è la liquidità degli scambi, connessa all'effettiva partecipazione di operatori disposti a scambiarsi beni in quantità sufficiente. Completiamo quindi questo capitolo con una breve disamina di alcuni future particolari. Nel 1992 il Cbot ha introdotto un contratto sulle assicurazioni casa (Homeowners Insurance); si basa su un indice che calcola la profittabilità di un gruppo di 100.000 polizze sulla casa. Il prezzo future (Pf) è espresso come:

$$Pf = (\text{premi} - \text{rimborsi}) (\text{premi} \times 100K \text{ USD})$$

La quotazione intende riflettere la profittabilità del bene sottostante, in questo caso il mercato assicurativo delle polizze casa. Se i costi dei rimborsi aumentano rapidamente, provocando una riduzione dei profitti attesi, il prezzo future scende; l'assicuratore si può coprire vendendo il future. Il Cbot ha proposto anche contratti su *assicurazioni vita e assicurazioni auto*.

Nel dicembre del 1992 il Cbot lanciava una serie di contratti, denominati *Catastrophic insurance index*, cosiddetti perché ancorati a indici che riflettono accadimenti definibili come catastrofi. Ad esempio il Midwest si riferisce ai tornado, il West Coast ai terremoti, il National a tutte le possibili catastrofi naturali e non (provocate cioè da interventi umani).

In particolare l'indice misura il rapporto fra i danni liquidati e i premi ricevuti da una dozzina fra le maggiori assicurazioni del Paese, che rappresentano il 25% del mercato delle polizze assicurative in America. Il livello di quotazione è diretta conseguenza dei danni pagati e quindi del numero e della gravità degli eventi catastrofici; la correttezza dei dati viene garantita dall'intervento di organi pubblici.

E' rivolto specialmente alla copertura delle compagnie assicurative, ma ha incontrato tiepida accoglienza in ragione della limitata attitudine di questi soggetti verso le tecniche di copertura e della severa legislazione che, in molti Stati americani, vieta interventi nei mercati future alle assicurazioni. Va detto che il mercato dei derivati per l'industria assicurativa pare assai interessante, specialmente alla luce di alcune modifiche normative in Nordamerica. Il contratto è indirizzato anche alle imprese i cui impianti sono locati in zone esposte a elevato grado di rischio; aventi quali lo sciopero e disordini di Los Angeles del 1991 possono essere considerati eccezionali, ma i tornado nel Midwest non sono così infrequenti. Nonostante i bassi volumi, gli scambi sono in moderata crescita.

I rischi finanziari.

Sintetizzare il concetto del rischio finanziario in una breve definizione non è cosa facile. In qualsiasi impresa esistono *rischi operativi*, connessi all'attività tipica e al settore merceologico (condizioni commerciali) e *rischi finanziari*; la dottrina definisce i secondi con riferimento alle scelte d'indebitamento e, in genere, alla struttura finanziaria (rapporto tra mezzi di terzi e capitale proprio). Vedremo come tale lettura sia oggi riduttiva. In senso più ampio si deve parlare dell'eventualità di scostamenti dal risultato atteso per via di cambiamenti nelle variabili finanziarie; questa definizione apre, certo, il campo a una vasta serie di interventi, poichè possiamo comprendere nell'eccezione di variabili finanziarie sia fattori puntuali (la quotazione del dollaro, il valore di un titolo azionario o di un'obbligazione, il costo dei finanziamenti ecc.) sia fattori rappresentativi di situazioni generalizzate (l'inflazione che ha un impatto sul livello dei tassi d'interesse, lo sviluppo economico e la stabilità politica che hanno effetti sul valore di una divisa nei confronti delle altre ecc.). Queste categorie di cambiamenti generano modifiche nel profilo di cassa atteso da un debito, da un credito o da un contratto finanziario di varia specie: il detentore (della posizione) è cioè esposto al rischio che non si verifichi quanto atteso, per via di cambiamenti in quelle variabili.

Vedremo, di seguito, una prima classificazione delle tipologie di rischio finanziario. Va subito detto che l'entità e l'importanza dei rischi sono diverse nelle differenti categorie di operatori: l'impresa industriale, che da sempre invoca stabilità nei saggi di cambio e bassi tassi d'interesse, genera rischi dall'attività propria (produzione e/o commercializzazione di beni reali) e li gestisce cercando di minimizzare l'impatto; sul fronte opposto, i gestori di portafoglio e i broker finanziari in genere vedono nell'instabilità un motivo d'interesse: l'intermediario trova, in ultima istanza, ragione d'esistere nell'assunzione di rischio finanziario.

Rischio di mercato.

Si tratta del rischio connesso alla fluttuazione del valore di mercato di una posta di bilancio (o fuori bilancio), sia d'investimento che di raccolta (attività o passività finanziarie): si parla anche di *rischio di posizione*. Il valore di mercato è inteso come costo di smobilizzo delle attività o di estinzione anticipata delle passività; più in generale, come il profilo economico associato alla cessione del contratto che rappresenta la posta in questione, alle condizioni correnti di mercato, a un operatore che accetta l'acquisto. La variazione del prezzo corrente rispetto a quello storico d'acquisizione può essere originata da due ordini di fattori.

1. Innanzitutto dalla situazione generale di un mercato: beni omogenei per caratteristiche tendono a muoversi insieme. Un caso tipico è quello delle azioni: qualche valore sale più degli altri, ma se la tendenza è rialzista oltre il breve periodo, tutti i valori quotati in un mercato sono attesi salire; se si è acquistata l'azione d'una società a buon contenuto patrimoniale ed elevata redditività ma la borsa nel complesso scende, l'azione in esame verrà influenzata dal mercato e scenderà o salirà poco. Si parla, a questo proposito, di *rischio generico*.
2. In secondo luogo, il nuovo prezzo corrente può essere determinato da fattori specifici, riguardanti sia lo strumento finanziario in sè (ad esempio nuove forme contrattuali che vengono sottoposte a modifiche di trattamento fiscale) sia il soggetto che ha sottoscritto un impegno, se si tratta di un titolo che rappresenta, in qualche modo, un esistente rapporto di debito (ad esempio peggiora la situazione finanziaria dell'emittente), o la controparte contrattuale se si tratta di un contratto finanziario d'altro tipo; questo contenuto d'alea è detto *rischio specifico*, proprio perché intimamente connesso allo strumento in esame e indipendente dalla situazione generale di mercato.

La gamma di beni rappresentati da strumenti finanziari è ormai vastissima e questo tipo di rischio incombe su titoli d'investimento e contratti di ogni tipo; vediamone una breve rassegna.

Merci.

Vi sono beni – tipicamente i metalli preziosi e, più recentemente, il petrolio – aventi caratteristiche di attività finanziarie: pur non creando nessun flusso reddituale, di per sé, si trovano in competizione con altre attività, titoli obbligazionari e azionari. L'elemento di novità è rappresentato, negli ultimi anni, dalla diffusione di strumenti finanziari il cui rendimento è indicizzato alle merci più disparate; le materie prime sono ormai entrate di diritto nella categoria dei beni d'investimento: ciò significa che gli operatori industriali devono monitorare continuamente l'andamento dei prezzi, e le loro decisioni, d'approvvigionamento e di vendita, dipendono anche dalle scelte degli investitori.

Rischio di cambio.

I cambi possono influenzare l'andamento economico dell'impresa; in quanto componenti fondamentali della congiuntura interessano certo qualsiasi soggetto: non a caso la letteratura economica sui rischi finanziari ha preso avvio dai manuali di gestione del rischio di cambio delle tesorerie. Questo fenomeno è dovuto dall'importanza che la fluttuazione delle monete ha rapidamente assunto nel sistema degli accadimenti aziendali. Il tema della dialettica rischio/incertezza intorno ai sistemi di prevedibilità dei cambi futuri è stato molto dibattuto; la difficoltà di stima esaspera qui il conflitto fra oggettività dell'informazione e significatività della stessa: la disponibilità di dati storici può rivelarsi inutile in periodi di erraticità dei prezzi e l'incertezza delle previsioni rende inapplicabili modelli precostituiti di simulazione, o rischia di aumentare la libertà del valutatore.

La mutevolezza dei valori è elevata, da quando, nel 1973, furono adottati cambi flessibili; è sufficiente pensare che nel 1973 erano necessari circa 300 yen e 3,2 marchi per ottenere un dollaro, mentre, a ridosso di fine 1994, ne sono richiesti rispettivamente 97 e 1,50. Il fenomeno, dopo il grande ribasso nel 1986 – 87, ha assunto nuove tinte con le ampie fluttuazioni della divisa statunitense e la crisi valutaria europea degli anni Novanta: la prima metà del decennio si sta infatti caratterizzando per l'elevata instabilità in tutte le principali aree valutarie.

La componente di rischio dovuta alle fluttuazioni dei cambi può alterare il profilo reddituale di singole operazioni. Consideriamo, ad esempio, l'indice dei titoli obbligazionari di alcuni Paesi, valutati in divisa locale (relativamente alla data del 1° luglio 1993):

Usa	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 102,34	30 giugno 1994 = 98,98
Giappone	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 109,87	30 giugno 1994 = 105,19
Australia	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 106,14	30 giugno 1994 = 97,10

Gli stessi valori, se controvalorizzati in lire mutano considerevolmente:

Usa	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 113,11	30 giugno 1994 = 101,62
Giappone	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 116,17	30 giugno 1994 = 117,72
Australia	1° luglio 1993 = 100	29 dicembre 1993 = 120,30	30 giugno 1994 = 109,24

Se un investitore avesse acquistato l'indice (o un portafoglio rappresentato dalle stesse obbligazioni contenute nell'indice), la previsione sull'andamento dei corsi non sarebbe stata sufficiente; nel caso dello yen, ad esempio, il guadagno in un anno è pari al 5,20% se denominato in valuta locale, al 17,7% se convertito in lire, il che significa che la componente cambio ha pesato per il 12,2%. Per le obbligazioni australiane, l'intero ritorno all'acquirente italiano è motivato dall'andamento dei cambi.

L'effetto delle fluttuazioni valutarie è assai importante per l'impresa: la globalizzazione degli scambi commerciali, ormai svolti su scala sovranazionale, costringe gli operatori all'assunzione di rapporti debitori o creditori in divisa, a formulare listini di vendita che, diretti all'estero, si basano su dati ragionevolmente certi (costi dei fattori di produzione) e altri incerti (la divisa di denominazione dei fattori d'input e di output).

La portata del fenomeno in questione è tale da significare, per l'impresa, cambiamenti nella posizione competitiva dei singoli mercati nazionali: ampie modifiche nelle parità valutarie favoriscono o inibiscono l'export di un Paese, provocando mutamenti nella presenza e forza dei concorrenti; ecco perché ai cambi si attribuisce spesso una valenza strategica di rischio.

Rischio di liquidità.

Questo rischio ha due dimensioni.

1. *Dimensione aziendale*: l'eventuale presenza di ampi sfasamenti fra entrate e uscite può rendere difficile un attento controllo del saldo di cassa ed esporre l'azienda a non desiderati surplus o deficit; questa componente di rischio è pertanto definita dall'eventualità di impreviste necessità di cassa.
2. *Dimensione strumento*: riguarda la possibilità di smobilizzare un'attività/passività finanziaria senza sacrifici sul prezzo. Un bene, seppur negoziabile, può trovare difficoltà a essere venduto rapidamente a un prezzo corrente; e cioè possibile che lo spessore del mercato sia ridotto a tale da non accettare offerte se non peggiorando il prezzo di cessione. In questo caso il problema si traduce in rischio d'investimento.

Le ampie fluttuazioni dei principali mercati finanziari e valutari nel 1994 hanno enfatizzato questo secondo aspetto poichè si è assistito, in molti casi, a fenomeni di assenza del prezzo su specifici strumenti finanziari e conseguente esposizione dei soggetti che avevano assunto una posizione in acquisto o in vendita. Mentre chi svolge abitualmente attività di compravendita (trading) nei mercati finanziari tende a sottovalutare questo aspetto, esso si rivela di fondamentale importanza per chi invece controlla l'esposizione aziendale al rischio; le difficoltà sono acuite dal fatto che i modelli finanziari di valutazione spesso sottostimano questo rischio, assumendo l'ipotesi di continuità delle quotazioni.

Rischio di regolamento.

Il rischio di regolamento (*settlement*) emerge al momento di liquidazione della transazione: una parte compie la sua prestazione prima di avere la certezza che la controparte abbia effettuato la controprestazione. In generale, la complessità del regolamento muta a seconda che si abbia scambio di moneta contro moneta (denominate in divise diverse, ad esempio acquisto dollari contro pagamento di lire), di titoli contro moneta (acquisto di obbligazioni da pagare in marchi), di merce contro moneta (una partita di rame da ritirare contro pagamento). In tutti i casi interviene un ente (o più) che si occupa della gestione dei trasferimenti e della custodia dei beni: così, nel caso di titoli, esiste un organismo che si interpone fra compratore e venditore ed esegue i trasferimenti dietro istruzioni delle parti; se il trasferimento viene perfezionato contestualmente al pagamento da parte dell'acquirente, non esistono rischi.

Questi aspetti si amplificano quando le transazioni sono *cross – border*, cioè comportano scambi tra aree diverse valutariamente e quindi giuridicamente; si consideri il caso dei regolamenti in divise estere, che richiedono di effettuare pagamenti a orari diversi, su importi voluminosi, prima di ricevere gli incassi. La "lontananza" geografica è complicata dalla probabile eterogeneità di regole e standard comportamentali; questi aspetti sono particolarmente importanti alla luce della globalizzazione assunta dal mercato che, sia nel caso di transazioni commerciali che finanziarie, non è più semplicemente comprimibile nei confini degli spazi nazionali. Va rilevato, in questo senso, lo sforzo compiuto dai legislatori nazionali e da enti sovranazionali, per omogeneizzare regole di comportamento.

Tutti i trasferimenti di flussi monetari comportano una serie di rischi tattici che, seppur puntuali e limitati, non vanno sottovalutati: si tratta di aspetti tipici dei mezzi di pagamento, quali inadempienza contrattuale della controparte, ritardi nei pagamenti, ritardi ed errori nei sistemi di conversione da una divisa all'altra. In questi casi si generano modifiche nel profilo di cash flow, dovuti a sfasamenti temporali negli incassi e differenze nei cambi di conversione rispetto alle previsioni.

Teoria della copertura.

Teoria della copertura: si conclude un'operazione a termine per un importo equivalente a quello totale dei pronti e di segno opposto, al fine di rendere certa la posizione complessiva (pronti + termine); tale certezza attiene al risultato netto, immunizzato da fluttuazioni di prezzo.

Abbiamo però già ricordato che l'esposizione a termine, almeno nel caso del future, viene normalmente chiusa prima della scadenza naturale con un'operazione di segno opposto; è vero infatti che il mercato a termine non agisce da fonte di approvvigionamento e ciò inficia la validità dell'assunto esposto. È necessario prendere decisioni concernenti la scelta del mese di consegna e, successivamente, il momento di chiusura dell'operazione, alla conclusione della copertura.

Ad esempio: all'inizio di febbraio un tesoriere ha liquidità disponibile per tre mesi e, alla fine del periodo, questa dovrà essere impiegata nell'attività tipica d'impresa; il tesoriere acquista obbligazioni di lungo periodo, con elevata vita residua, perché offrono alto rendimento:

feb *mag*
acquisto titoli |-----|

Dal momento che il prezzo di smobilizzo dei titoli a maggio non è noto, si immunizza la posizione vendendo il future (supponiamo che il titolo nozionale abbia le stesse caratteristiche di quello acquistato); non esiste però la scadenza di maggio, ma solo quelle di marzo e di giugno. È scelta quella di giugno:

feb *mag* *giu*
acquisto titoli |-----|
vendita future |-----|

È evidente che, quando scadrà l'investimento, il tesoriere dovrà chiudere l'esposizione rimasta (su giugno) con riacquisto del future, al fine di azzerare la posizione netta:

feb *mag* *giu*
vendita future |-----|
acquisto future |-----|

L'esposizione netta è nulla, ma il risultato complessivo dipende dalla quotazione future rilevata in maggio. La scelta iniziale è condizionata da attese sull'evoluzione dei prezzi, in particolare di quelli relativi (fra spot e termine); il principale elemento di incertezza è infatti dovuto all'evidenza che prezzi a pronti e future si muovono sempre nella medesima direzione, ma non necessariamente con uguale intensità. Tra le quotazioni esiste una differenza, la cosiddetta base (*basis*), la cui misura di variabilità determina l'efficienza della copertura.

Sia per ora sufficiente, a mo' di introduzione, esaminare il seguente esempio; supponiamo che le quotazioni a pronti (P_p) e future (P_f) di un certo bene siano:

$$P_p = 1.000$$
$$P_f = 1.100$$

da cui si ricava che:

$$base = 1.000 - 1.100 = - 100$$

Supponiamo anche che a tali valori l'operatore acquisti a pronti il bene e lo rivenda contestualmente a termine, con il future; dopo un mese i prezzi siano:

$$P_p = 900$$
$$P_f = 1.010$$
$$base = 900 - 1.010 = - 110$$

Se le posizioni, spot e future, vengono chiuse, si avranno i seguenti risultati:

$$perdita\ sullo\ spot = - 1.000 + 900 = - 100$$
$$utile\ sul\ future = 1.100 - 1.010 = + 90$$

La perdita residua di 10 indica che la copertura è stata imperfetta; nonostante le cifre siano indicative, l'esempio è verosimile. Questa constatazione mette in discussione l'ipotesi di certezza del risultato, che perde consistenza alla luce del fatto che non sempre esiste perfetta corrispondenza fra pronti e termine. L'approccio tradizionale non considera infatti l'influenza e gli effetti dal *basis risk*, cioè il rischio connesso alla variabilità della base che, nel nostro esempio, è aumentata da $(1.000 - 1.100) = - 100$ a $(900 - 1.010) = - 110$.

Secondo i principi della teoria di portafoglio applicati all'idea di copertura, l'assunzione di posizioni non perfettamente coperte è da porre in relazione alle preferenze individuali in merito al rischio – ritorno. Taluni hanno invece concluso che l'intervento nei future è una combinazione di speculazione e copertura: in particolare la componente speculativa sarebbe intrinseca e inevitabile. Ne risulta che il fine non è più la totale eliminazione del rischio, bensì la sua riduzione, compatibile con la massimizzazione dei ritorni: tale obiettivo non è dissimile da quello di uno speculatore. La finalità è ottenere un soddisfacente bilanciamento fra risultato economico e rischio (variabilità del risultato) del portafoglio complessivo (posizione a pronti più quella future); potremmo così concludere che, nel nostro esempio, una perdita di 10 è sempre meglio di quella, pari a 100, connessa all'assenza totale di copertura.

Da un punto di vista operativo, presa la decisione di operare in future, si deve stabilire il proprio *piano di copertura*: l'aspetto più complesso è la determinazione del numero di contratti da negoziare, dal momento che, ormai è chiaro, l'importo contrattuale è multiplo di un minimo prestabilito dalla borsa. Si perviene a tale numero tramite la determinazione del cosiddetto *rapporto di copertura, o hedge ratio*, che esprime la relazione fra il valore della posta da coprire e il numero di contratti future, la cui stima è di fondamentale importanza per massimizzare l'efficienza dell'intervento.

Sembrerebbe espresso dall'equivalenza fra i valori monetari: se dobbiamo coprire una posta che vale 100, negoziamo contratti future per un valore complessivo di 100. Ma ciò potrebbe funzionare solo se le variabilità di future e posta a pronti fossero uguali; in realtà tale uguaglianza è forse l'eccezione piuttosto che la regola: normalmente esistono differenze – a volte limitate – fra le due poste (pronti e termine) che si traducono in una diversa dinamica dei prezzi. In sintesi, è necessario tener conto della disuguaglianza di volatilità fra pronti e future e il rapporto di copertura deve riflettere la variabilità relativa delle due posizioni.

I rischi finanziari dell'impresa.

Oggi ricorre al risk management chiunque abbia un'esposizione ai rischi finanziari e intenda, in qualche modo, modificarli.

Certo è che l'entità dei rischi finanziari e quindi le azioni intraprese per gestirli sono molto diversi a seconda del tipo d'impresa. In generale, nell'impresa industriale, produttiva o commerciale, l'alea finanziaria è solo una conseguenza dell'attività svolta e nasce come effetto della tipologia di business: non a caso l'uomo d'industria invoca da sempre stabilità valutaria e bassi tassi d'interesse mentre, al contrario, il money manager trova nella volatilità delle quotazioni ragione di esistenza. Sull'altro fronte, banche e intermediari, per cui il rischio finanziario è invece essenza stessa dell'attività.

Nell'impresa industriale il ruolo della funzione finanziaria è normalmente subalterno all'attività strettamente operativa: si tratta di una caratteristica che accomuna la maggior parte delle realtà, anche se la percezione di tesoreria come centro di profitti, è stato uno dei "miti" dell'ultimo decennio; tesoreria intesa qui come braccio operativo dell'area finanza. Approfondire il tema di ruolo e funzioni della tesoreria e il suo inserimento organizzativo – funzionale nell'area finanza va oltre gli obiettivi di questo lavoro, rimandiamo pertanto alla bibliografia per gli approfondimenti; il nostro scopo rimane il dibattito sulle metodologie di gestione dei rischi finanziari. Il tema è complesso; certo è che la figura di tesoreria "attiva" si identifica con quella di *centro di profitto*, che, disponendo del proprio conto economico, è chiamata a generare profitti entro i limiti di autonomia assegnati; assunzione di rischio mirata al profitto. In realtà, tale concetto prende più spesso la forma del "centro di quasi – profitto": assunzione limitata di rischio nell'ambito di precise direttive e autonomia nelle scelte tattiche di breve periodo.

La tesoreria dell'impresa si concentra su quattro aree di intervento:

1. Liquidità;
2. Rischio di tasso;
3. Rischio di cambio;
4. Rischio materia prima.

Basilare per la gestione della liquidità è il piano di cassa, che deve segnalare con la massima precisione i flussi in entrata e uscita; una maggior precisione si consegue con la revisione periodica dei dati previsti. Nei gruppi la centralizzazione dei processi di governo della liquidità facilita il conseguimento d'importanti risultati, poichè abitua le controllate a ottimizzare il capitale circolante, consente di monitorare le riserve o i deficit in valuta, favorisce infine la massimizzazione dei ritorni dai surplus o la minimizzazione dei costi di deficit. Per quanto riguarda la gestione dei rischi, in generale, gli interventi di copertura seguono diverse direttrici:

- una gestione sistematica dell'esposizione rivolta al rischio connesso alle decisioni strategiche, di medio – lungo termine;
- gli aggiustamenti periodici della posizione finanziaria, attuati senza ricorrere alla rinegoziazione dei rapporti contrattuali con il mercato (si pensi allo scoperto per elasticità di cassa);
- la gestione dell'esposizione di breve periodo, occasionale, che si crea a fronte di avvenimenti inattesi (mercantili; ritardi, impegni, non preventivati ecc.);
- interventi occasionali di brevissimo periodo, a carattere speculativo, al fine di aumentare i ritorni della tesoreria.

L'identificazione dell'esposizione dovrebbe prendere sempre avvio dalla posizione strategica, di medio – lungo termine anche se, più spesso, la gestione dei rischi finanziari coincide con quella tattica di breve periodo, emergente da operazioni commerciali già definite. Le decisioni concernenti le modalità di attuazione della politica di copertura vanno prese in sede strategica perché coinvolgono l'intero stato patrimoniale, attuale e prospettico; numerosi sono però gli elementi che intervengono nella determinazione del posizionamento strategico ed elevata è l'alea associata al mantenimento del livello conseguito o desiderato.

L'impresa che ha subito l'effetto di avvenimenti negativi, in termini di aumento di costo, reagisce secondo due direttrici:

1. trasferire tali oneri sui prezzi di vendita, ma rischia che si generi una contrazione nella domanda e quindi nel margine complessivo;
2. mantiene invariati i prezzi e il fatturato (nel caso vincoli competitivi o merceologici tipici di settore impediscano una facile manovra sui prezzi di vendita) ma subisce, in questo caso, una riduzione del reddito operativo.

Il tema della convenienza della copertura diventa così un tema di *gestione integrata dell'attivo e del passivo*: soppesando l'impatto del rischio di cambio si deve esaminare se e come l'eventualità di differenze negative (costi) emergenti, ad esempio, da finanziamenti in divisa possono essere tradotti in aumenti di redditività dell'attivo; il caso dei finanziamenti in valuta a fronte di fatture d'esportazione denominate nella stessa divisa è semplice: attivo e passivo dello stato patrimoniale si bilanciano in equilibrio. Consideriamo un'altra situazione: se un incremento di costo di finanziamenti a tasso variabile (costo del passivo) può essere bilanciato da un aumento del prezzo di vendita (rendimento dell'attivo) non esiste esposizione al rischio tasso ed è accettabile un'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile; naturalmente è richiesto che il tempo di adeguamento dei prezzi di vendita sia sufficientemente rapido da adattarsi alla velocità di mutamento nell'onerosità del passivo.

Riassumendo, l'esame deve riguardare l'impatto di variazioni ambientali sul fatturato e il fattore nei processi di aggiustamento.

Quest'ultimo è espresso dalla capacità di trasferire la variazione sfavorevole sui prezzi di vendita; dalla misura di sostituibilità dei mercati in cui opera l'impresa o di quelli potenzialmente raggiungibili; dalla possibilità di modificare le linee di prodotti.

Rischio di cambio.

Le imprese partecipano oggi a scambi mercantili in un mercato sovranazionale che denomina i prezzi in divisa locale, esponendo una parte – quella non residente – a un rischio di cambio.

L'importanza dei mercati valutari è cresciuta vertiginosamente nell'ultimo decennio anche perché molti vi hanno individuato una fonte di diversificazione, sia sul fronte dell'attivo (composizione del portafoglio di investimenti) sia del passivo (ricorso ai finanziamenti in divisa per ottenere bassi tassi nominali e differenze positive di cambio). Si usa classificare l'esposizione al rischio di cambio come segue:

- *economic exposure*: rischio gravante sulle transazioni commerciali non ancora confermate, quali ordini e preventivi (il budget preventivo delle vendite e degli acquisti);
- *translation exposure*: connessa all'obbligo di convertire in moneta nazionale le poste denominate in divisa estera, secondo criteri contabili;
- indiretta o *strategic exposure*: eventualità di cambiamenti nella posizione competitiva aziendale dovuti a importanti variazioni nelle parità valutarie.

L'attenzione è sempre rivolta alla transaction exposure, perché immediatamente da percepire e gestire. L'economic risk è ugualmente importante: si pensi all'impresa che, in fase di budget, prepara listini di vendita basandosi su cambi presunti per l'acquisto di materie prime all'estero e la cessione del prodotto finito: la copertura del budget è però meno diffusa di quanto dovrebbe esserlo.

Il rischio di cambio è normalmente espresso dall'esistenza di una posizione netta denominata in divise diverse da quella nazionale: il budget di tesoreria viene redatto procedendo alla rappresentazione, per fine periodo (mesi), delle voci di entrata (incassi da vendite o accensioni previste di finanziamenti) diminuite delle voci di uscita (uscite da acquisti, estinzioni di finanziamenti e pagamenti d'interesse), entrambe comprensive delle poste fuori bilancio di copertura o speculazione; l'eventualità di una posizione netta, normalmente alla fine del periodo di riferimento (l'esercizio), genera una corrispondente voce di rischio. Tale modo di procedere non consente di stimare le conseguenze della discordanza temporale fra flussi attivi e passivi, con effetti non previsti sulla cassa e sul rischio di tasso; in realtà si dovrebbe sempre considerare il valore attuale netto degli importi di futura manifestazione ed essere ben consci che la copertura in monte delle poste in divisa espone a un rischio di tasso.

Per ciò che concerne gli strumenti, la gamma è molto ampia e dipende essenzialmente dalla dimensione aziendale.

Nella grande impresa, multiazendale o multidivisionale, si cerca di ricorrere a forme interne: tipico il *netting*, che consiste nella compensazione di debiti e crediti commerciali e trasferimenti effettivi dei soli saldi netti per divisa. Il netting interno riduce il numero delle transazioni e la frequenza di ricorso alla conversione in moneta nazionale, ma è evidentemente attuabile nei gruppi a vocazione internazionale; spesso le procedure di netting impongono un elevato utilizzo del conto valutario.

Più semplicemente, nell'ultimo decennio si è notato un crescente ricorso da parte delle imprese ai finanziamenti in valuta, sia per l'export che per l'import.

I cambi a termine sono strumento di intervento quotidiano, le opzioni mostrano ritmi di diffusione elevatissimi anche perché fino a pochi anni fa erano praticamente inesistenti. Gli swap si sono ormai dimostrati indispensabili per massimizzare la flessibilità dei finanziamenti: tramite gli strumenti finanziari fuori bilancio è possibile infatti modificare la struttura d'esposizione delle poste di bilancio, ad esempio finanziando nella divisa più conveniente (in termini di spread su Libor o altro parametro) e poi swappando il rischio di cambio o di tasso.

L'utilizzo dinamico degli strumenti di copertura del rischio di cambio trova la sua massima espressione nella gestione "in monte" sull'esposizione: abbiamo parlato della contrapposizione tra copertura puntuale delle operazioni e copertura imperfetta; a questa seconda è associata un'attività di gestione "a libro" che lavora grandezze economiche obiettivo, irriguardosa dalle modalità temporali di manifestazione dei singoli cash flow. Abbiamo già esaminato un caso di copertura dell'esposizione valutaria tramite interventi sul termine, effettuati a scadenze diverse da quelle delle poste da coprire. Va da sé che tale stile operativo va calato in un contesto di tesoreria attiva, in grado di sopportare un ulteriore elemento di complessità.

Nel caso l'impresa abbia un'esposizione molto diversificata si usa suddividere le divise di fatturazione in gruppi caratterizzati da elevata correlazione: ad esempio le monete europee legate al marco, quelle dell'area dollaro, lo yen. In questo modo la divisa di riferimento diviene lo strumento per effettuare la copertura approssimativa (*proxy hedging*) ma ciò richiede un costante controllo del grado di correlazione che è soggetto a una certa variabilità di tempo.

L'esposizione del tipo *translation* concerne la conversione delle poste (attive o passive) per l'iscrizione nello stato patrimoniale e dei redditi o costi attribuiti a quelle poste per il conto economico; nasce a causa della differenza nei sistemi di rilevazione: quelli contabili ispirati a una rigidità normativa, quelli gestionali volti ad attribuire le reali componenti reddituali alle specifiche attività. E' più importante la transaction o la translation? Difficile rispondere; la prima comporta un rischio enorme, perché un profitto potrebbe diventare una perdita. Nel secondo caso è presumibile che l'effetto sia limitato a una differenza nel valore di una passività o di un'attività e nel relativo costo/rendimento; il risultato è lo spostamento di componenti economiche da una voce all'altra di bilancio e quindi una relativa difficoltà di lettura dei dati esposti.

L'esposizione strategica caratterizza un campo di intervento assai complesso: problematica è, innanzitutto, la sua rilevazione. L'impresa deve, infatti, analizzare la propria posizione nel mercato globale, relativamente alla concorrenza; se non è leadership nell'ambito domestico è necessario preventivare, per quanto possibile, le mosse dei concorrenti esteri le cui azioni sono dipendenti, tra l'altro, da variazioni delle parità di cambio e del livello relativo dei tassi d'interesse. A parità di capacità produttiva e costi di produzione, infatti, il concorrente estero sarà favorito da una svalutazione della propria moneta (così come la svalutazione della lira nel 1992 ha favorito l'export italiano); se a ciò si aggiunge uno scenario di tassi d'interesse (cioè riduzione dei costi di input) rispetto a quelli domestici, il concorrente estero può esprimere prezzi più convenienti di quelli relativi alla produzione nazionale ed essere indotto ad aumentare la propria posizione nel Paese che ha subito la rivalutazione della moneta. Il produttore nazionale subirà un'augmentata presenza del concorrente. Appare evidente che la tendenza alla globalizzazione del mercato e la crescente internazionalizzazione delle imprese ha complicato lo scenario qui semplicemente tratteggiato. E' altrettanto chiaro che la copertura di questo tipo di rischio, la cui individuazione è comunque parte del processo strategico di valutazione, è estremamente difficile da effettuare; non a caso si tratta di un'attività più spesso oggetto di studi e analisi che di risoluzione pratica.

Un cenno al *capitale di rischio*: il processo di internazionalizzazione dei mercati ha introdotto un crescente ricorso alla divisa estera per necessità non direttamente mercantili. Dopo l'utilizzo dei finanziamenti in divisa e delle emissioni obbligazionarie sull'euromercato si è giunti alla diversificazione valutaria del capitale di rischio: variazioni dei cambi possono però provocare processi di riallocazione del portafoglio da parte degli investitori esteri; inoltre, l'apprezzamento del cambio comporta maggiori esborsi se si vuole mantenere costante il livello di remunerazione per gli azionisti.

Sul fronte opposto, l'acquisizione di partecipazioni in soggetti esteri o la costituzione di controllate fa nascere un rischio, misurato dalla quantità del capitale impiegato e dalla variabilità del cambio: questo viene percepito come una speculazione effettuata con il denaro degli azionisti e pertanto come una speculazione effettuata con il denaro degli azionisti e pertanto va adeguatamente gestito, come qualsiasi investimento di portafoglio.

Rischio di tasso.

E' rappresentato dall'incertezza associata all'andamento dei tassi di interesse; *ex post* è misurato dall'impatto di tale andamento sui flussi di cassa e sui valori di mercato di attività e passività finanziarie. Gli effetti della volatilità dei tassi sono di due specie:

- *effetti diretti*: le prime a essere coinvolte sono le attività e passività monetarie in bilancio, le più sensibili ai mutamenti nei livelli di costo/remunerazione del denaro (investimenti in titoli, saldi liquidi, finanziamenti in essere, debiti cartolari emessi ecc.);
- *effetti indiretti*: altri e più ampi aspetti della gestione. Ad esempio la durata media dei crediti si estende innanzi a un aumento dei tassi, dato che i clienti cercano crediti a basso costo; la vita effettiva residua delle attività detenute tende a decrescere in un ambiente di tassi in ribasso che incoraggia rapidi investimenti.

E' chiaro quanto complesso debba essere il lavoro di disamina del problema in argomento. L'evidenza è di una notevole differenza di percezione tra rischio cambio e rischio tasso: più facile da afferrare il primo, meno oggettivabile il secondo. Ciò trova motivazione, oltre che in un atteggiamento "culturale", nel fatto che le differenze cambio hanno un immediato impatto economico contabilmente quantificabile come minusvalenza/plusvalenza rispetto a una base convenzionale (ad esempio, per un operatore commerciale, il cambio di fatturazione); l'esposizione al rischio cambio è responsabile spesso di effetti "traumatici". Il fattore tasso, (inteso *ex post* come interessi pagati sulle passività o incassati dagli investimenti) non ha una simile base di riferimento, nè contabile nè, troppo spesso, gestionale. Non tutti infatti definiscono in fase di budget il peso degli oneri passivi, i limiti di break even di tasso ecc. Eppure in anni di variabilità, come gli attuali, l'esplosione dell'onere debitorio può essere pesante per la stabilità dell'azienda.

E' certo che la complessità di manovra richiesta dalle posizioni in tassi è di gran lunga superiore a quella necessaria alla gestione delle posizioni in cambi e questo è stato un ulteriore elemento di disturbo alla crescita di adeguate tecniche operative.

Il tema dell'alea connessa alle fluttuazioni dei tassi d'interesse e particolarmente importante per gli intermediari finanziari in genere, la cui struttura di bilancio è tipicamente costituita da attività e passività finanziarie che sono evidentemente le prime a risentire di una variazione nei saggi d'interesse. Le tecniche di analisi e gestione sono note come *asset and liability management*.

Per tornare ai termini generali del problema, obiettivo della strategia finanziaria d'impresa è la determinazione dell'ottimale struttura finanziaria, definita dal rapporto fra capitale di rischio e capitale di debito.

L'attenzione è rivolta a quest'ultimo, per il quale si cerca di individuare la *quantità* ottimale di debito e la *qualità* ottimale, cioè la sua composizione fra le forme di finanziamento a cui l'impresa ha accesso. Il fine è l'ottenimento di fondi che siano sufficienti a supportare l'attività, in misura non troppo elevata da minare la stabilità e la solvibilità dell'impresa nel lungo periodo, ma che abbiano un carattere di stabilità e non espongano a crisi di liquidità.

Il tesoriere deve reperire le risorse necessarie al finanziamento dell'attività industriale che è caratterizzata da una struttura finanziaria tipicamente debitoria; deve inoltre gestire un rischio che si compone di due principali aspetti:

1. un *rischio di liquidità*, connesso all'eventualità che venga meno la volontà dell'ente finanziatore di concedere credito per cassa. E' difficile da abbattere: forme creditizie specifiche, oltre il breve termine, quali linee di credito "stand by" sono concesse a gruppi e primari prenditori. Le "bid line" e "revolving facilities", che garantiscono, in varie forme, la possibilità di collocare sul mercato (o presso un pool di banche) carta commerciale, sono meno utilizzate. L'obiettivo di conseguire una struttura finanziaria sufficientemente stabile tramite la certezza dei mezzi finanziari, si scontra con vincoli a volte definitivi;
2. un *rischio di tasso*; si manifesta nelle scelte fatte dal tesoriere e assume tutta la sua importanza in quella fondamentale: indebitamento a costo fisso (medio/lungo periodo) o variabile (di breve?). E, in questo secondo caso, con quale periodicità? Innanzi a un accesso differenziato alle forme di finanziamento, trovare adeguate soluzioni ai problemi posti è compito delle tecniche di liability management, preposte a comporre il portafoglio delle passività onerose in conformità ai desiderati obiettivi di rischio/rendimento.

Ne deriva che le decisioni di finanziamento devono essere caratterizzate da:

- flessibilità, data l'esistenza di una certa misura d'incertezza sulle future necessità;
- possibilità di rifinanziamenti, per evitare la discordanza fra scadenza di una fonte e l'avvio della successiva;
- precisione del momento d'intervento, per ridurre i ritardi fra il tiraggio del finanziamento e la disponibilità dei fondi;
- corrispondenza con le caratteristiche di durata delle poste finanziate; fonti a medio – lungo termine per le immobilizzazioni e impianti, a breve e tasso variabile per il circolante e la liquidità di breve periodo.

L'attuale struttura di attivo e passivo delle imprese industriali è caratterizzata da alti livelli di indebitamento e le fluttuazioni dei tassi assumono grande importanza; due fattori rendono sensibile la redditività aziendale: l'elevato livello di leverage (indebitamento) e la composizione dell'indebitamento (debito a breve e a lungo, valute estere); anche la riduzione nei saggi di crescita del margine operativo della gestione corrente spinge a guardare con attenzione le diverse fonti di rischio.

Lo scenario finanziario europeo dei primi anni Novanta è stato dominato dalla corale tendenza al ribasso che, nel 1992, ha coinvolto anche la lira. Purtroppo tale fenomeno si è verificato contestualmente a un vistoso calo della redditività aziendale, alla luce di una pronunciata contrazione economica generalizzata e non ha potuto manifestare gli attesi effetti benefici sui conti aziendali.

Il valore del Roi (return on investment), inteso come indice di redditività, ha segnalato preoccupanti diminuzioni in tutti i settori merceologici. Innanzi alle difficoltà di aumentare il rendimento dell'attivo, a causa di una congiuntura economica internazionale che riduce la possibilità di espansione dell'impresa, assume particolare rilevanza l'attenta gestione dei costi, comprimendo i quali l'azienda cerca di raggiungere un più soddisfacente equilibrio di conto economico. La variabilità dei tassi ha fatto emergere l'importanza dei costi attribuibili agli oneri finanziari.

La dottrina aziendalistica distingue, nell'ambito del rischio complessivo d'impresa, il *rischio operativo* (incertezza sull'attività caratteristica) da quello *finanziario* (connesso all'esposizione debitoria). L'utilizzo del debito consente di esplorare la possibilità di ottenere profitti extra innanzi all'aumento degli investimenti finanziati dal debito (presenza di costi fissi al variare del margine operativo): si tratta dell'effetto di leva finanziaria, la cui importanza sta nel fatto che influenza il rendimento dell'azionista (Roe), espresso infatti dall'uguaglianza di seguito descritta.

$$Roe = [Roi + \frac{D}{E} \times (Roi - i)] \times (1 - t)$$

Dove:

i = costo di mercato del debito

D = valore di mercato del debito

E = valore di mercato del patrimonio netto

t = aliquota fiscale

Il rapporto D/E è il "fattore di leva finanziaria" (grado di indebitamento), che amplifica l'effetto dell'entità {Roi - i}. Per un elevato grado di indebitamento aumenta la significatività di un Roi non inferiore al costo delle passività onerose; la relazione che lega il Roi al valore degli oneri finanziari si basa sul vincolo espresso dalla {i < Roi}. Lo squilibrio che ormai ha assunto la relazione in esame è certificato dalla seguente tabella:

	Roi	{Roi - i}
Gruppi maggiori Databank	8,9	- 5,4
1807 società Mediobanca	6,4	- 7,0
Medie Imprese	10,1	- 4,8

E' importante sottolineare che nella relazione sopra indicata assumono importanza le conseguenze reddituali della composizione debitoria d'impresa, cioè la qualità del passivo. Il livello di Roe dipende infatti dalle due grandezze D/E e {Roi - i}. Quest'ultima è definita, a sua volta, da un risultato industriale e da uno finanziario. La relazione, inoltre, fra D e i è mediata dalla composizione di D, non solo dal suo valore assoluto; nel senso che l'aumento nel costo del debito non rispetta certamente una relazione lineare con la crescita di volume del debito; si pensi all'apporto dei finanziamenti in divisa, giacchè nel computo dobbiamo considerare anche le differenze cambio, oppure ai differenziali da strumenti di copertura che possono modificare considerevolmente il costo del passivo rispetto a quello medio di mercato.

Fin qui ciò che riguarda l'area tradizionalmente interessata dal rischio di tasso, il passivo.

Ampliando l'orizzonte di analisi all'intera realtà aziendale si nota che l'applicazione alle imprese industriali e commerciali delle metodologie di misurazione dell'esposizione ai tassi è assai difficile.

La difficoltà riguarda la definizione di un criterio per la misurazione dell'influenza che i tassi esercitano sui flussi di cassa generati dalla gestione operativa, cioè sul reddito operativo; il valore economico di un'attività è funzione del profilo di cash flow attesi e del tasso di attualizzazione. Determinare la sensibilità dei flussi generati dalla gestione operativa è assai complesso, solo alcuni comparti industriali o per specifici prodotti è possibile individuare un legame: ad esempio il settore edile offre beni che hanno un elevato grado di sostituibilità con le attività finanziarie; altri beni hanno caratteristiche di attività finanziarie (oro, petrolio, ecc.).

Per questi esiste la possibilità, seppur approssimativa, di determinare una relazione con l'andamento dei tassi d'interesse mentre, nella maggior parte dei settori manifatturieri, il rapporto fra tassi e variazioni nei flussi di cassa è invece difficile da definire. Un aumento dei tassi si traduce, tramite aumento degli oneri finanziari, in incremento dei costi dell'impresa che reagisce – per quanto possibile – trasferendoli sui prezzi di vendita; evidentemente il posizionamento competitivo sul mercato è la variabile chiave dal momento che la presenza di un'elevata concorrenzialità rende poco attuabile tale strategia.

Quando si è deciso di adottare una certa struttura di passivo si crea un'esposizione ai futuri tassi; se il finanziamento è a tasso fisso nasce un costo opportunità se i tassi scendono. In generale, l'impresa ha un mix di posizioni a medio – lungo e a breve termine; la proporzione dipende da elementi quali:

- l'effetto dei tassi sull'attività: se una risalita riduce la domanda di beni e calano le vendite, sarebbe consigliabile avere poca esposizione al variabile;
- il livello complessivo del debito: se è abbastanza costante, è interessante il ricorso allo swap per ottenere tasso fisso, valutando comunque la liquidità dello strumento;
- le previsioni sul futuro andamento dei tassi e la forma attuale e attesa della curva.

Obiettivo del management è massimizzare il rendimento dell'azionista, cioè il valore del capitale netto così come misurato dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri; è evidente l'importanza del fattore di attualizzazione a cui si sconta il reddito futuro. Esso è funzione della variabilità del reddito d'impresa, misura del rischio complessivo a sua volta scomposto in rischio operativo, attinente la specifica attività e rischio finanziario (struttura del passivo), rappresentato dal rapporto di leverage (mezzi propri e di terzi).

Se una variazione dei tassi influenza la volatilità del reddito operativo (cioè si ha un aumento del rischio operativo) è necessario perseguire una politica di compensazione attraverso una gestione della struttura del passivo volta alla riduzione del rischio finanziario: in questo modo si cerca di mantenere costante il livello di rischio complessivo. Un peggioramento di quest'ultimo spingerebbe l'investitore ad attualizzare i flussi di cassa futuri a un tasso superiore, diminuendo il valore di mercato del patrimonio netto.

L'impresa governa in modo integrato le posizioni finanziarie con i flussi derivanti dall'attività operativa industriale cercando l'equilibrio tra la leva finanziaria, la durata dei prestiti, il profilo dei cash flow (attivi e passivi) della gestione operativa.

La misurazione di un esistente rischio alle variazioni dei tassi d'interesse non è semplice da effettuare; esistono diversi approcci.

LO SCHEMA DELLO SWAP VALUTARIO.

Prima dell'avvento degli swap la via più semplice per modificare l'esposizione a tassi di cambio e d'interesse era l'apertura di un *parallel loan*. Questi accordi seguono un iter ormai noto: la società americana, ad esempio, con surplus di dollari che necessita di lire per finanziare la sussidiaria italiana, ha un'esigenza speculare rispetto alla società italiana con surplus in lire che ricerca invece dollari al fine di provvedere alla propria consociata americana; le due istituzioni si accordano, tramite l'intervento di una o più banche, per un prestito reciproco e uno scambio di interessi a date periodiche.

Si usa far coincidere la nascita del mercato degli swap con il 1981 quando la prima grande operazione di questo genere fu conclusa.

Nel 1979 l'Ibm aveva lanciato un'emissione di 1 miliardo di dollari e si era inoltre finanziata in marchi e franchi svizzeri tramite titoli con cedola al 10% e 6% rispettivamente. Nel 1981 il dollaro si era costantemente rivalutato nei confronti di queste divise e l'Ibm stava studiando un modo per garantirsi il profitto emergente ma non maturato, pur mantenendo aperte le partite debitorie rappresentate da titoli non rimborsabili prima della scadenza. La ricerca era indirizzata a trovare un veicolo che consentisse lo scambio dei debiti in valuta contro dollari: o meglio, un soggetto che accettasse di accollarsi il debito denominato in marchi e franchi svizzeri.

Nel frattempo un altro attore si faceva notare sullo scenario internazionale: la World Bank, le cui necessità finanziarie crescevano maggiormente di quanto il mercato dei capitali allora disponibile potesse soddisfare. L'istituzione esprimeva una preferenza per le divise con tassi d'interesse nominali più bassi. Accadde così che i due soggetti si accordarono, anche in virtù dell'elevato standing creditizio di cui entrambi godevano. L'accordo prese avvio dalla decisione della World Bank di indebitarsi sull'euromercato emettendo obbligazioni a cedola fissa in dollari, aventi una durata e piani cash flow mediamente corrispondenti a quelli dei titoli in divisa emessi da Ibm due anni prima e cedola al 16%. La liquidità di tale divisa rendeva relativamente facile raccogliere anche somme elevate.

Le due istituzioni si accordarono quindi per scambiarsi le obbligazioni: la World Bank si assunse l'onere per conto dell'Ibm di soddisfare i creditori in marchi e franchi svizzeri, l'Ibm si caricò l'obbligo di ripagare i creditori in dollari. Il risultato fu che l'Ibm aveva trasformato l'esposizione netta in dollari, la divisa di denominazione delle proprie voci di debito e credito (l'azienda statunitense) procurandosi inoltre un consistente vantaggio in termini di differenza cambio. La World Bank si era finanziata sul mercato dell'eurodollaro dove aveva facilità di accesso a costi contenuti, trasformando però l'esposizione netta in marchi tedeschi e franchi svizzeri, così come effettivamente desiderava e superando le difficoltà di raccolta in quelle divise.

Questa operazione è stata immediatamente utilizzata come modello di riferimento per un mercato velocemente cresciuto. Generalizzando, lo schema dello swap segue quello fondamentale descritto dal caso esaminato: due parti decidono di scambiarsi flussi di cassa; questi possono essere rappresentati da cambi o tassi d'interesse oppure entrambi. L'esempio ha preso in esame la conclusione di uno swap a partire da debiti preesistenti (i titoli emessi da Ibm due anni prima); in altre circostanze l'emissione delle obbligazioni da parte delle due controparti può essere contestuale alla conclusione dello swap, che prevede così anche lo scambio iniziale dei capitali. In questo caso, l'operazione viene descritta come la successione di:

1. uno scambio iniziale fra due parti di capitali espressi in due divise diverse;
2. scambi di flussi pari agli interessi delle valute cui si riferisce lo swap, effettuati un certo numero di volte durante il periodo contrattuale, compreso fra la data iniziale e quella di scadenza;
3. restituzione, alla scadenza, dei capitali iniziali con lo scopo di consentire alle due parti l'estinzione del debito.

Si noti che il contratto di swap non è legato alle attività o passività in bilancio: nell'esempio di Ibm e World Bank l'esistenza di debiti prestabiliti è funzionale allo svolgimento dell'operazione, che rimane però formalmente distinta dall'emissione obbligazionaria, della quale continua la gestione amministrativa e finanziaria indipendentemente dallo swap.

Ciò significa che nulla vieta di porre in essere uno swap senza vincolarlo all'esistenza di specifiche poste di bilancio; va da sé che assumere impegni, in questo caso significativamente pluriennali e di grande importo, per scopi diversi dalla gestione dei rischi di bilancio, è assai rischioso.

Le forme più semplici: i currency swap.

“Per currency swap si intendono i contratti aventi per oggetto lo scambio di specifici ammontari – di valore attuale netto equivalente – relativi ad attività e passività espresse in valute estere”. (Ufficio italiano dei cambi, comunicazione R.V. 1988/1 e successive modifiche). Le parti effettuano uno scambio iniziale di importi definiti, espressi in due divise diverse, al tasso di cambio corrente, seguito da un secondo scambio di segno opposto, alla scadenza. Così ad esempio, si acquista una somma di marchi a pronti contro lire al cambio spot (Cspot) e si definisce immediatamente la rivendita, a una data futura, della stessa somma di marchi contro acquisto di lire, al cambio a termine (Pt) corrente definito tramite i tassi d'interesse (Tdiv e Tlit, rispettivamente quello in marchi e quello in lire). Il livello del termine, per unità di divisa, è:

$$Pt = Cspot \times \left[1 + \frac{36.000 + (Tlit \times gg)}{36.000 + (Tdiv \times gg)} \right]$$

I currency swap trovano ragione di utilizzo nella tesoreria bancaria, per la gestione delle proprie politiche di raccolta/impiego. Dal momento che la differenza fra cambio spot e cambio a termine è funzione del differenziale tassi pertinente alle due divise coinvolte nello scambio, lo swap si adatta agli arbitraggi. Pensiamo al caso della banca che effettua a) raccolta in lire da clienti tramite depositi a breve, b) impieghi in dollari a clienti esportatori. Tramite lo swap (in questo caso acquisto di dollari a pronti contro lire e rivendita dei dollari a termine) la banca ottiene diversi risultati. In particolare, definiti:

iRac.Lit: il tasso lira pagato sulla raccolta
ilmp.Usd: il tasso dollaro ottenuto dagli impieghi
i.Lit: il tasso lira dello swap
i.Usd: il tasso dollaro dello swap

la banca consegue i seguenti vantaggi:

1. si copre dal rischio di cambio;
2. sfrutta opportunità di arbitraggi, dal momento che il risultato complessivo dell'operazione è rappresentato da: $i.Lit - iRac.Lit + ilmp.Usd - i.Usd$.

La misura di vantaggio è funzione degli spread applicati dalla banca a raccolta e impieghi. Consideriamo la seguente ipotesi:

iRac.Lit: Libor Lit – 1%
ilmp. Usd: Libor Usd + 1%
i.Lit: Libor Lit
i.Usd: Libor Usd

Ne consegue un risultato pari a:

lato lire: $(\text{Libor Lit}) - (\text{Libor Lit} - 1\%) = + 1\%$
lato dollaro: $(\text{Libor Usd} + 1\%) - (\text{Libor Usd}) = 1\%$

E' stata adottata una serie di semplificazioni: si è ipotizzato che i tassi Libor di swap siano *flat* (senza spread); che la raccolta sia parametrabile a Libor e basso costo, che gli impieghi fruttino uno spread su Libor (+ 1%; costo del credito). Il risultato effettivo deve evidentemente tener conto del fatto che il ricavo dal "lato dollaro" supporta un rischio di cambio poiché dovrà essere convertito in lire.

Il domestic currency swap (Dcs).

E' definito dalla Banca d'Italia "il contratto derivato con il quale le parti si impegnano a versare o a riscuotere a una data prestabilita un importo determinato in base al differenziale del tasso di cambio contrattuale e di quello corrente alla data di scadenza dell'operazione". In sostanza due controparti si accordano per effettuare uno scambio, che è l'oggetto contrattuale. In particolare, detti:

Ir = importo di riferimento (cioè il valore nominale del contratto)
Ciniz = cambio iniziale
liniz = importo iniziale = Ir x Ciniz
Cfin = cambio in vigore alla data di scadenza
lfin = importo finale = Ir x Cfin

Lo scambio fra le parti riguarda (lfin – liniz); il segno del flusso, per i due contraenti, dipende dalla posizione negoziale (acquirente o venditore dell'importo di riferimento) e dal valore del cambio a scadenza (Cfin) rispetto a quello iniziale (Ciniz):

se Cfin > Ciniz l'acquirente riceve (lfin – liniz) dal venditore
se Cfin < Ciniz l'acquirente paga (lfin – liniz) al venditore

Come avviene in tutte le forme classiche di swap in cui i flussi siano denominati in una sola divisa (la lira, nel nostro caso) si dà luogo a compensazione tramite un solo regolamento. Lo scambio di un differenziale è infatti oggetto contrattuale. Alla scadenza il segno del cash flow è sempre positivo per una parte, negativo per l'altra. Il Ciniz è il cambio determinato all'accensione dell'operazione: si parla anche di *cambio contrattuale*. Dal momento che è un cambio per consegna differita, la sua formazione segue le regole già note per i cambi a termine.

Appare subito evidente la particolarità del Dcs rispetto al contratto termine: non è possibile delineare in anticipo un profilo certo di cash flow alla scadenza. Le due parti non sanno infatti chi incasserà e chi pagherà, nè lo scambio di denaro è certo (se alla scadenza occorre rilevare un cambio spot uguale a quello contrattuale, nessun pagamento ha luogo).

Vediamo il seguente esempio:

Segno operazione: acquisto dollaro contro lira
Scadenza: 90 giorni
Cambio spot: 1.700/1.701
Tasso lira: 8,50/8,35%
Tasso divisa: 3,25/3,375%

Quotazioni acquisto:

$$\text{Ciniz} = 1.701 + 1.701 \times (8,50 - 3,375) \times 90/36.000] = 1.701 + 21,79 = 1.722,79$$

Importo di riferimento (I_r): Usd 100.000

$$\text{Importo iniziale (I}_{\text{iniz}}): 100.000 \times 1.722,79 = 172.279.000$$

Immaginiamo diversi scenari a scadenza dell'operazione:

Scenario 1

Cambio spot (C_{fin}): 1.745,50
Importo finale (I_{fin}): 1.745,50 x 100.000 = 174.550.000
Differenziale: 174.550.000 – 172.279.000 = Lit. 2.271.000

L'acquirente riceve Lit. 2.271.000 dal venditore.

Scenario 2

Cambio spot (C_{fin}): 1.600,00
Importo finale (I_{fin}): 1.600 x 100.000 = Lit. 160.000.000
Differenziale: 160.000.000 – 172.279.000 = - 12.279.000

In questo caso l'acquirente paga Lit. 12.279.000 al venditore.

Si noti che la quotazione a termine è stata ricavata utilizzando il tasso lettera della lira e quello lettera della divisa, in base alle convenzioni in uso. Abbiamo già detto che le quotazioni a termine vengono spesso espresse tramite i tassi; l'esistenza dello spread su questi giustifica l'ampliamento del differenziale denaro/lettera sui prezzi a termine. Infatti:

$$\text{cambio di vendita} = [1.700 + 1.701 \times (8,35 - 3,375) \times 90/36.000] = 1.700 + 21,43 = 1.721,43$$

La quotazione completa è di 1.721,43/1.722,79 con uno spread denaro/lettera di Lit. 1,36 (contro Lit 1 sul cambio spot). Estendendo il periodo di riferimento, lo spread aumenta.

Per concludere, ricordiamo che esistono differenze attinenti le seguenti tipologie di contratti:

1. *Synthetic forward*: sia il tasso lire che quello divisa vengono applicati al medesimo cambio iniziale. Il risultato economico è simile a quello ottenibile sul mercato dei cambi a termine.
2. *Synthetic liability*: il tasso lira è applicato al cambio iniziale, quello divisa al cambio finale. Il risultato è simile a quello ottenibile da un deposito coperto da un finanziamento.

Lo schema contrattuale del domestic currency swap si caratterizza per lo scambio di un differenziale a termine, evitando quello degli importi nominali. Con questa tipologia di funzionamento si notano nel mercato transazioni note come *synthetic agreement for forward exchange* (Safex) oppure *forward exchange agreement* (Fxa). Nel mercato italiano alcune banche (poche in verità) hanno proposto contratti di Domestic currency swap del tipo *divisa contro divisa*

a cura di Roberto Tasca

Copyright SDA Bocconi - Finergia